

JULHO 2009  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

# **BRASIL, O GRAU DE INVESTIMENTO E SUAS CONSEQUÊNCIAS**

---

ARTHUR OURIVIO NIECKELE MASSA  
Matrícula nº:102015345

ORIENTADOR: Prof. ARY VIEIRA BARRADAS

JULHO 2009  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

# **BRASIL, O GRAU DE INVESTIMENTO E SUAS CONSEQUÊNCIAS**

---

ARTHUR OURIVIO NIECKELE MASSA  
Matrícula nº:102015345

ORIENTADOR: Prof. ARY VIEIRA BARRADAS

JULHO 2009

*“In fact you could almost say that we live again in a two-super-power world. There is the US and there is Moody’s. The US can destroy a country by leveling it with bombs. Moody’s can destroy a country by downgrading its bonds.”*

*Thomas Friedman<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup> Friedman, Thomas. *Don’t mess with Moodys*. New York Times, February, 22, 1995.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu pai, minha mãe e meu irmão por todo o carinho, fonte de exemplo e de inspiração.

A todos os professores do Instituto de Economia pelo carinho, dedicação e entusiasmo demonstrado ao longo do curso.

Ao professor Ary, meu orientador, pelos conselhos e auxílio no decorrer da elaboração deste trabalho.

A todos os autores presentes nas referências bibliográficas desta monografia pelo conhecimento transmitido através de sua obra.

## Resumo

Esta monografia tem como objetivo analisar o caminho percorrido pela economia brasileira na última década até a obtenção do grau de investimento em abril de 2008 e verificar se o mesmo reflete a realidade econômica do país. Para isso, buscaremos compreender o papel de referência exercido pelas agências de *rating* internacionais sobre os agentes de mercado nas tomadas de decisão de investimento e concessão de crédito por parte dos mesmos. O presente trabalho busca descrever o processo de avaliação de risco de default feito pelas agências e o conjunto de variáveis macroeconômicas que figuram no processo de avaliação de *rating* das mesmas, bem como o estágio da economia brasileira no que diz respeito a esses critérios. Buscou-se ainda projetar, a partir da teoria macroeconômica, as principais conseqüências e possíveis benefícios que o grau de investimento pode trazer para o país.

Palavras-chave: Investment Grade, rating, Brasil

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	10
CAPÍTULO 1 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	13
1.1 DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO (MODELO KEYNESIANO) .....	13
1.2 RISCO SISTÊMICO .....	16
1.3 REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO.....	19
1.3.1 – Acordo de Basiléia I.....	20
1.3.2 – Acordo de Basiléia II.....	21
CAPÍTULO 2 - O CONCEITO DAS AGÊNCIAS DE RISCO E SUAS METODOLOGIAS DE RATING.....	25
2.1 POR DENTRO DAS AGÊNCIAS DE RISCO.....	25
2.1.1 <i>Rating de crédito soberano</i> .....	26
2.1.2 <i>As escalas de rating segundo as agências</i> .....	27
2.1.3 <i>A classificação do Brasil em cada agência</i> .....	28
2.2 METODOLOGIA PARA GOVERNOS SOBERANOS .....	29
2.2.1 <i>Risco Político</i> .....	30
2.2.2 <i>Renda e Estrutura Econômica</i> .....	30
2.2.3 <i>Perspectivas de Crescimento Econômico</i> .....	32
2.2.4 <i>Flexibilidade Fiscal</i> .....	33
2.2.5 <i>Carga da Dívida do Governo Geral</i> .....	34
2.2.6 <i>Passivos Contingenciais e no Exterior ('Off-shore')</i> .....	36
2.2.7 <i>Estabilidade Monetária</i> .....	37
2.2.8 <i>Liquidez Externa</i> .....	38
2.2.9 <i>Carga do Endividamento Externo do Setor Público</i> .....	41
2.2.10 <i>Carga do Endividamento Externo do Setor Privado</i> .....	42
CAPÍTULO 3 - ANÁLISE DA ECONOMIA BRASILEIRA .....	44
3.1. PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	44
3.1.1 <i>Volume e composição da poupança e do investimento</i> .....	45
3.1.2 <i>O PIB Brasileiro</i> .....	48
3.2. FINANÇAS PÚBLICAS E CARGA DA DÍVIDA.....	49
3.2.1 <i>Superávit Primário</i> .....	49
3.2.3 <i>A melhora no perfil da Dívida Brasileira</i> .....	56
3.3 CENÁRIO EXTERNO .....	58
3.3.1 <i>Desempenho comercial recente</i> .....	58
3.3.2 <i>Câmbio</i> .....	59
3.3.3 <i>Balanco de Pagamentos</i> .....	61
3.3.4 <i>Reservas Internacionais</i> .....	64
3.3.5 <i>Dívida Externa</i> .....	66
3.4. ESTABILIDADE MONETÁRIA .....	69
3.5. ESTABILIDADE DEMOCRÁTICA .....	72
3.6. O BRASIL MERECE O GRAU DE INVESTIMENTO? (PONTOS FORTES E FRACOS).....	72
CAPÍTULO 4 - CONSEQUÊNCIAS DE SER UMA ECONOMIA DE INVESTIMENTO.....	74
4.1 – CONSEQUÊNCIAS ESPERADAS. ....	74
5. CONCLUSÃO .....	79
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	82
ANEXO1: TABELA-QUADRO DO PERFIL METODOLÓGICO DOS RATINGS SOBERANOS	85

## **Índice de Tabelas**

Tabela 1 - Cálculo do ativo Ponderado-----	20
Tabela 2 - Escala de Classificação de Risco-----	28
Tabela 3 - A Classificação do Brasil em cada Agência-----	28
Tabela 4 - Taxa de Investimento no Brasil (1994 – 2008)-----	46
Tabela 5 - Variação do PIB Brasileiro (2001-2008)-----	48
Tabela6 - Resultado Primário do Setor Público Consolidado no Brasil(% PIB)-----	51
Tabela 7 - Resultado Primário do Setor Público (2006 e 2007)-----	52
Tabela 8 - Resultado fiscal – médias por período (% PIB)-----	54
Tabela 9 - Valorização das Moedas Frente ao Dólar(11/03/2007 – 10/03/2008)-----	60
Tabela 10 - Balanço de Pagamentos Brasileiro 2007-2008 (primeiro quadrimestre)----	64
Tabela 11 – Investimento Estrangeiro - Países Seleccionados – Médias Anuais (U\$ MI)-----	76

## **Índice de Quadros**

Quadro 1 - Basiléia II (Pontos chave)-----	20
--	----



## Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Determinação da Renda -----	14
Gráfico 2 - Renda e Moeda-----	15
Gráfico 3 - Mercado Monetário-----	15
Gráfico 4 - Mercado de Capitais-----	15
Gráfico 5 - Mediana do PIB per Capita por Categoria de Rating (2004)-----	31
Gráfico 6 - Mediana do PIB Real per Capita por Categoria de Rating (2004)-----	32
Gráfico 7 - Mediana do Saldo do Governo Geral/PIB (2004)-----	34
Gráfico 8 - Mediana da Dívida líquida do Governo Geral/PIB (2004)-----	35
Gráfico 9 - Mediana do IPC (2004)-----	37
Gráfico 10 – Mediana da NFSP / Reservas (2004)-----	39
Gráfico 11 - Dívida Externa Líquida do Setor Público Entradas em Conta (2004)-----	42
Gráfico 12 - Brasil: Poupança Nacional como Proporção do PIB(47- 07)-----	47
Gráfico 13 - Taxa de Investimento (% PIB) – 1994 à 2008-----	47
Gráfico 14 - PIB – Acumulado ao longo do ano (2004-2008)- -----	49
Gráfico 15 - NFSP (2003- 04/2008)-----	55
Gráfico 16 - Dívida Líquida do Setor Público (2003- 04/2008)-----	56
Gráfico 17 - Balança Comercial (2003- 04/2008)-----	58
Gráfico 18 - Evolução da Taxa de Câmbio Real (maio 2007 – maio 2008)-----	61
Gráfico 19 - IPCA X META DE INFLAÇÃO (%)-----	71
Gráfico 20 - Inflação IPCA X Variação PIB Anual X Taxa de Juros SELI-----	71

## Introdução

O mercado financeiro desempenha um papel fundamental nas relações econômicas na medida em que serve de lócus para a oferta e demanda de crédito na economia. É através das instituições financeiras que os emprestadores concedem ou não crédito aos tomadores de capital de acordo com o seu nível de expectativa de receber o que foi emprestado em uma data futura acrescido dos juros acordados. Na medida em que essas relações estão baseadas em expectativas que a priori podem se confirmar ou não no futuro; o emprestador irá calcular o risco de que o pagamento não ocorra na data acordada e precificará assim esse risco, definindo a taxa de juros a qual está disposto a emprestar seu capital para o tomador em questão.

Contudo, existem assimetrias de informação no mercado, nem todas as informações são públicas ou de fácil acesso, o que gera imperfeições e incertezas no mercado de crédito. Essas imperfeições se devem ao fato de que os agentes possuem diferentes níveis de acesso as informações, diferentes formas de processá-las e metodologias distintas para interpretá-las, o que causa distorções.

Com isso, as agências de risco desempenham importante papel e ganham importância para o funcionamento do sistema. Na medida em que concentram a função de obter informações, processá-las, interpretá-las de acordo com regras claras e conhecidas e por fim classificar os tomadores de acordo com o seu risco percebido de default; as agências oferecem ao mercado um serviço especializado e com ganhos de escala que aumentam a confiança do mercado nessas avaliações além de reduzir custos. Em um mundo extremamente globalizado, onde emprestadores e tomadores estão não só distantes fisicamente, mas atuam em países com diferentes legislações, políticas econômicas e regulatórias, essas agências contribuem para um maior fluxo de crédito no mundo.

Desta forma, os *ratings* dados por essas agências são fortemente levados em conta pelo mercado antes de os agentes realizarem um investimento ou concederem crédito a um determinado governo soberano e suas empresas. Sendo assim, entender como se dá o processo de classificação de *rating* e qual metodologia as agências utilizam nesse processo é de grande importância. Da mesma forma é importante avaliar

de forma crítica quais são os efeitos que a elevação de um país a grau de investimento acarreta para o mesmo.

Nesse contexto, este trabalho buscará investigar as variáveis macroeconômicas determinantes nas avaliações de risco das agências e verificar até que ponto a concessão do grau de investimento para o Brasil (em abril de 2008 pela agência Standard & Poor's e em maio pela Fitch Rating) reflete a realidade econômica brasileira.

Feito isto, será feita uma tentativa de vislumbrar o novo horizonte da economia a partir do *investment grade*. Para isso, serão destacados os possíveis efeitos e benefícios, tendo como base a teoria macroeconômica.

Uma vez que este trabalho tem como objetivo compreender o funcionamento das agências de risco bem como seus métodos e critérios de avaliação, para posteriormente analisar a economia brasileira relacionada às variáveis determinantes nas classificações de *rating* e por fim investigar possíveis efeitos e benefícios para o país oriundos da obtenção do *investment grade*, o trabalho foi estruturado em quatro capítulos, como segue:

No primeiro capítulo será feita uma exposição da teoria econômica e conceitos que servem de arcabouço teórico para o trabalho. Uma vez que o tema central deste trabalho é o grau de investimento auferido pelas agências de risco a determinado governo soberano ou corporação (nesse trabalho nos concentraremos no caso específico dos governos soberanos, já que a obtenção do Grau de investimento por um dado país gera um maior acesso ao investimento direto e indireto, sobretudo estrangeiro, para a economia local como um todo), se faz necessário compreender como o investimento é determinado em uma economia, para isso iremos recorrer ao modelo keynesiano.

Ainda no primeiro capítulo, será apresentada a teoria do risco sistêmico e suas implicações para a economia. Por fim serão discutidos os Acordos de Basiléia I e II, na medida em que representaram um importante marco regulatório do risco no sistema financeiro e conferiram importante papel as agências de risco.

Como forma de apresentar o conceito de classificação de risco, no segundo capítulo será discutida a idéia de *Rating* de Crédito Soberano, a classificação do Brasil em cada uma das principais agências de risco e a escala de *rating* da Standard and Poor's (que será tomada como base nesse trabalho por ter sido a primeira agência a conceder o grau de investimento ao Brasil). Na segunda seção deste capítulo será discutida a metodologia utilizada por esta agência para a classificação de *rating* de governos soberanos.

No terceiro capítulo será feita uma análise da economia brasileira relacionada a cada uma das variáveis macroeconômicas presentes na metodologia de avaliação das agências, de modo a verificar-se até que ponto a concessão do título de grau de investimento ao país reflete a realidade da economia brasileira.

Por fim, no quarto e último capítulo serão discutidos os possíveis efeitos e benefícios que o novo status de Economia de Investimento poderá trazer para o país.

## CAPÍTULO 1 - Fundamentação Teórica

### 1.1 Determinação do investimento (Modelo keynesiano)

Para explicar a determinação do investimento na economia será utilizado o modelo keynesiano, na medida em que o mesmo explica como o investimento é determinado na economia, em função da taxa de juros e da eficiência marginal do capital. As taxas de juros estão intimamente relacionadas não somente a expectativa de retorno do capitalista bem como a sua percepção de risco quanto ao investimento em questão. Com o Grau de Investimento, concedido ao Brasil em maio de 2008, espera-se uma redução da percepção de risco associada ao país por parte dos investidores estrangeiros, e com isso da taxa de juros da economia, como será explicado ao longo deste trabalho.

De acordo com a *Teoria Geral* de Keynes, para se conhecer a variável investimento da economia se faz necessário recuar ao mercado monetário, onde a taxa de juros é determinada como será explicado adiante.

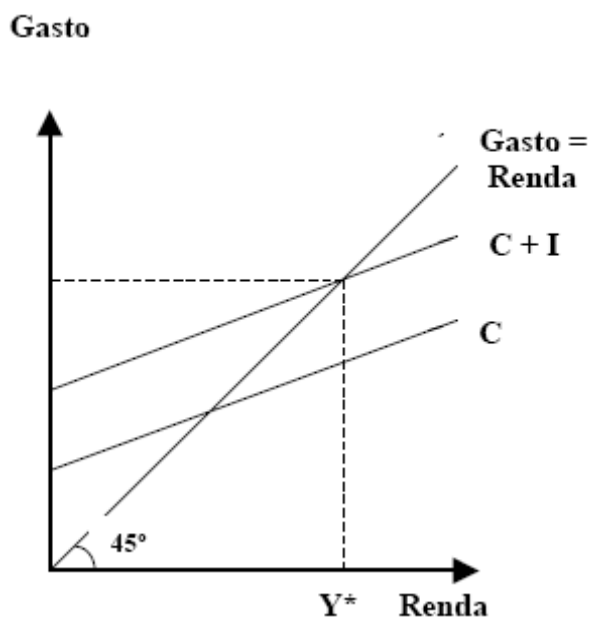
Seguindo essa lógica, o modelo de Keynes pode ser apresentado de forma básica como segue abaixo:

A partir do mercado monetário determina-se a taxa real de juros ( $i$ ) sendo a mesma determinada em função da preferência pela liquidez também conhecida como função da demanda especulativa por moeda ( $L_2$ ) - que consiste na escolha do capitalista entre reter liquidez ou emprestar dinheiro – e pela oferta residual de moeda ( $M_2$ ).

$L_2$  é uma função da taxa de juros:  $L_2 = f(i) = h_i$ . (Sendo  $h$  uma constante)

A renda é determinada simultaneamente, uma vez que por definição contábil, a renda gerada, em determinado período, será igual ao produto realizado no mesmo período. Logo esta equação pode ser interpretada como uma condição de equilíbrio macroeconômico entre produto ofertado ( $Y$ ) e o produto demandado ( $C+I$ ), ou oferta e demanda de bens e serviços, ficando determinada a renda de equilíbrio do sistema, como demonstra o gráfico 1 (sendo  $C$  consumo,  $I$  investimento e  $Y^*$  a renda de equilíbrio):

Gráfico 1



Desta maneira, a partir da renda e com a função da demanda precaucional e transacional por moeda ( $L_1$ ), pode-se encontrar a oferta residual de moeda ( $M_2$ )

$$L_1 = f(y) = ky \text{ (sendo } k \text{ constante e } y \text{ a renda)}$$

$$L = L_1 + L_2 = ky + h_i$$

Com isso, Keynes acrescenta a demanda especulativa por moeda na equação da oferta total de moeda na economia.

$$\text{Assim, se } M_1 = L_1 \text{ e } M_2 = L_2, \text{ temos que } M = M_1 + M_2 = L_1 + M_2.$$

Portanto  $M_2 = M - L_1^*$  ( $L_1^*$  é o valor de equilíbrio de  $L_1$  e  $M$  a oferta total de moeda determinada exogenamente pelas autoridades monetárias)<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> O símbolo \* representa valores de equilíbrio

Gráfico 2 - Renda e Moeda

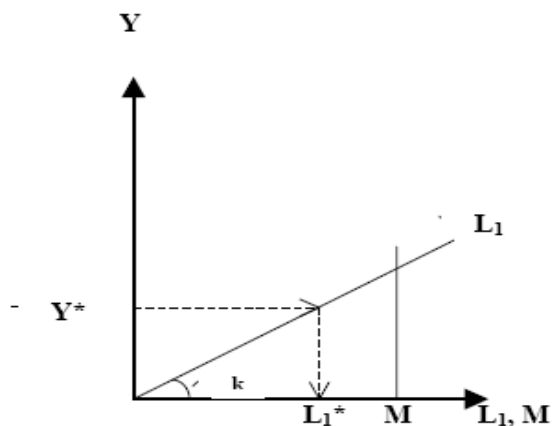
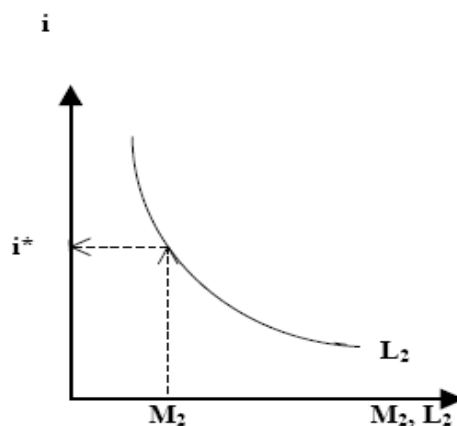


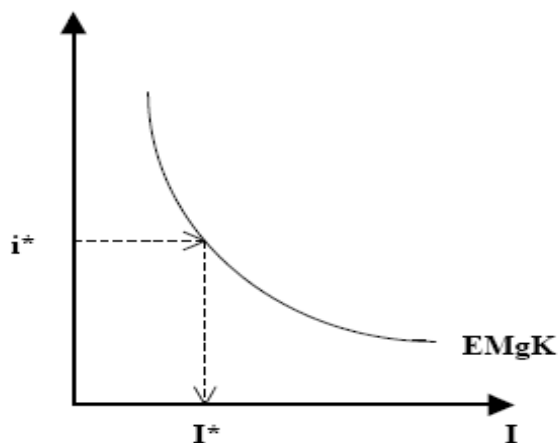
Gráfico 3 – Mercado Monetário



Desta forma, a taxa de juros encontrada permite a determinação do nível de investimentos no mercado de capitais. Sendo o investimento uma função da eficiência marginal do capital (EMgK) e da taxa de juros. A eficiência marginal do capital será uma função da expectativa dos rendimentos que é oriunda dos investimentos e dos preços dos bens de capital. Assim, o modelo incorpora os aspectos das expectativas e da incerteza, ambos cruciais para o autor. Esta EMgK forma planos de investimentos com expectativas de lucratividade decrescentes.

Gráfico 4 – Mercado de Capitais.

**i, EMgK**



Nesta análise, a poupança (S) não é determinante ou pré-requisito para os investimentos (I), sendo uma variável residual determinada pelas decisões de consumir e investir. A poupança é uma função da renda e a renda é uma função dos investimentos. Assim, os fluxos de poupança são criados pelos fluxos de investimento, sendo estes financiados pelo estoque de poder de compra acumulado pelas empresas ou via crédito.<sup>2</sup>

Assim, o investimento desempenha papel central na economia, resta saber até que ponto o grau de investimento concedido ao Brasil influenciará a taxa de juros e o nível de investimento na economia.

## 1.2 Risco Sistêmico

Considerando que as agências de risco classificam as empresas e os governos soberanos de acordo com suas capacidades de honrar seus compromissos financeiros, ou ainda seu risco de default. É importante introduzir o conceito de risco sistêmico, como ele ocorre e os prejuízos que ele pode apresentar para uma economia em caso de uma crise sistêmica.

Uma empresa é responsável por suas decisões estratégicas de como alocar seus recursos disponíveis e da mesma forma irá auferir lucros ou arcar com os prejuízos de tal alocação. Desta forma, a empresa estará exposta a diversos riscos tais como má administração, mudança nas preferências dos consumidores, desastres naturais e etc..

Assim, uma empresa individual está exposta a choques localizados, que não serão transmitidos as demais empresas do setor. Pelo contrário, podemos assumir até que as demais empresas do setor possam vir a se beneficiar dessas perdas auferidas por seu competidor, na medida em que podem vir a ocupar uma lacuna deixada pelo mesmo no mercado em que atuam. Assim, não há razão para assumir que um choque em uma empresa individual irá acarretar em um contágio dessas dificuldades para as demais empresas do setor.

---

<sup>2</sup> Ver POSSAS, Mario L. (2001). *Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica*. In: POMERANZ, Lenina; MIGLIOLI, Jorge; LIMA, Gilberto T. *Dinâmica Econômica do Capitalismo Contemporâneo: Homenagem a M. Kalecki*. São Paulo: Edusp (p. 107-13)



Uma singularidade do sistema financeiro em relação aos demais é a existência do chamado risco sistêmico no mesmo. Esse risco consiste na possibilidade de um choque ou crise em um determinado setor da economia venha a se expandir para outros setores da economia ou para a mesma como um todo, podendo levar inclusive ao seu colapso.

No setor financeiro existe a possibilidade de contágio de uma instituição para a outra quando ela passa por dificuldades. Existem diversas hipóteses para explicar o porquê deste provável contágio nesse setor, grande parte delas se baseia no papel ímpar que a confiança do público tem nos mercados financeiros. Os contratos financeiros se baseiam na confiança de que as obrigações e direitos presentes nos mesmos serão liquidados da forma esperada em uma data futura. Uma vez que determinada instituição do setor passe a percepção de que terá, dado o cenário esperado, dificuldade em honrar os compromissos estabelecidos em seus contratos, essa desconfiança poderá se transmitir às demais empresas do setor, que ao invés de ocupar uma lacuna deixada por sua concorrente, serão atingidas por essa mesma desconfiança gerando uma reação em cadeia que poderá levar ao colapso do sistema como um todo. Nesse caso, o contágio ocorre mesmo que as dificuldades enfrentadas pela instituição geradora da crise tenham sido geradas por problemas intrínsecos as mesmas, como má administração, por exemplo. O grande problema do contágio está no fato de que nele as dificuldades de uma instituição se alastram para empresas perfeitamente sadias do mesmo setor que tenham tomado todos os cuidados para manter a solidez de suas operações.

Contudo, o risco de ocorrer o contágio originando um risco sistêmico, não se restringe a instituições de um mesmo setor. Problemas oriundos do sistema financeiro, dada sua peculiaridade e específica inserção em uma economia capitalista podem se transmitir para a economia como um todo. Assim, uma economia pode superar o colapso de um setor e seguir funcionando, mas dificilmente o fará se tal crise se der no setor financeiro ou mais especificamente o bancário, uma crise neste setor irá contagiar a economia como um todo a arrastando para uma crise.

Dois canais de contágios, dentre outros, são extremamente relevantes e estão relacionados a funções de importância ímpar do sistema bancário. De um lado o sistema é responsável pela criação de um insumo extremamente importante e de uso

generalizado uma economia capitalista, o crédito. Outra função extremamente importante está no fato de ser o sistema bancário o responsável pela operação do sistema de pagamentos pelo qual uma economia moderna se baseia, as transferências de depósitos a vista entre os bancos comerciais.

Assim, em um momento de colapso do sistema bancário, existiria na economia uma profunda restrição ao crédito bancário, meio pelo qual as empresas financiam sua expansão e as famílias o seu consumo. Com isso faltaria crédito na economia e uma crise ou colapso que se originou no sistema financeiro se expandiria para a economia como um todo gerando uma provável recessão.

Por outro lado, uma vez que praticamente todas as operações relevantes realizadas em uma economia capitalista moderna ocorrem através de transferências de direitos sobre depósitos à vista existentes nos bancos comerciais, e que a percepção destes depósitos como substitutos perfeitos do papel moeda depende da confiança dos depositantes de que esses depósitos podem ser resgatados a qualquer momento e de forma integral; um colapso do sistema bancário fatalmente abalaria essa confiança e viria a acarretar uma corrida bancária por parte dos depositantes a fim de testar essa confiança.

Como sabemos, os bancos modernos operam através do sistema de reserva fracionária, como explicado por Fernando Cardim:

*“Eles se definem pela exclusividade na aceitação de depósitos a vista, forma de captação cujas características são únicas dentre o universo de contratos financeiros. Depósitos a vista tem maturidade zero e valor fixado, ao par, em termos da moeda legal.” (Cardim, 2005, p. 5)*

Desta forma, os depósitos à vista serão um substituto perfeito da moeda local se e somente se o público perceber o risco de crédito do banco como nulo. Com o passar do tempo o público se acostuma a utilizar os depósitos à vista como meio de pagamento e passa então a diminuir não só o número de retiradas que efetuam como também o valor das mesmas. Ao perceberem isso, naturalmente os bancos aprendem que apenas uma pequena fração dos depósitos tende a ser resgatada, o que os faz criar depósitos muito além de suas reservas para honrar os mesmos, no processo conhecido como

multiplicador bancário. Assim, em um momento de colapso no sistema bancário aonde as pessoas tendem a testar a sua confiança na liquidez de seus depósitos, ocorrerá uma corrida bancária aonde os bancos não serão capazes de honrar todos os seus depósitos.

Assim sendo, ocorrendo a corrida bancária, o risco sistêmico ocorreria com o colapso do sistema bancário vindo por paralisar o principal sistema de pagamentos da economia, que ocorrem por meio da transferência de titularidade dos depósitos a vista nos bancos comerciais. Com isso, o contágio agora não mais ocorreria de maneira intra-setorial, mas de um setor para a economia como um todo, pelo fato de que nenhuma operação de valor relevante ocorreria na economia.

Desta forma, quando uma empresa ou país não honra com suas obrigações de dívida ocorre a possibilidade de risco sistêmico que pode gerar sérios problemas para a economia. Tendo isso em mente, os governos soberanos desenvolvem modelos regulatórios que sejam capazes de monitorar os riscos aos quais as instituições financeiras estão expostas como veremos a seguir.

### **1.3 Regulação do sistema financeiro.**

Na medida em que o sistema financeiro se moderniza e as instituições desse setor possuem em suas carteiras, ativos cada vez mais complexos; as instituições nacionais e internacionais discutem como criar um modelo regulatório capaz de mensurar de forma satisfatória os riscos aos que o setor está exposto. A seguir serão expostos dois importantes marcos regulatórios, conhecidos como Acordos de Basiléia que elevaram a importância das agências de risco no cenário financeiro mundial.

Para evitar a possibilidade de risco sistêmico se faz necessária uma regulação mais eficiente no sistema financeiro uma vez que a quebra de um banco – como já discutido – pode contaminar a economia como um todo.

Até o marco regulatório representado pelo Acordo de Basiléia, a regulação sobre o sistema financeiro e os riscos inerentes ao mesmo restringia-se ao controle das reservas mínimas que os bancos deveriam manter de acordo com as regras impostas pelo banco central de cada país.

### 1.3.1 – Acordo de Basiléia I

De início o acordo foi concebido para englobar apenas os maiores bancos internacionalmente ativos dos países industrializados, e ainda que a estabilidade do setor fosse um objetivo dos elaboradores do acordo, havia também a preocupação de promover uma competição mais justa entre esses bancos que por estarem submetidos a diferentes marcos regulatórios, competiam de forma desigual.<sup>3</sup>

O acordo tem como característica a imposição de um capital regulatório a essas instituições por meio do estabelecimento de uma razão entre a quantidade de capital de uma firma bancária e o ativo ponderado pelo risco (APR). Como as instituições financeiras possuem em suas carteiras ativos financeiros de diferentes tipos e com características distintas, sobretudo no que tange aos riscos dos mesmos, esse fator pode variar entre 0 e 300 dependendo do grau de risco de cada ativo como demonstrado na tabela a seguir.

Tabela 1 – Cálculo do ativo Ponderado

**Basiléia I – Fatores Aplicados para Cálculo do Ativo Ponderado pelo Risco (APR)**

FATOR (Em %)	ATIVO
0	Caixa, títulos públicos e operações com garantia do Tesouro
20	Depósitos bancários e disponibilidades em moeda estrangeira
50	Repasse interfinanceiros
100	Operações de crédito em geral e outros créditos
300	Créditos tributários

Fonte: Banco Central.

Esse quociente de capital / APR pelas recomendações internacionais deve ser de no mínimo 8%. Assim, tomando como exemplo as operações de crédito aonde o fator é de 100%, devem ser provisionados 8% do valor de capital sobre o valor da operação.

É importante salientar que embora no início o Acordo de Basiléia procurasse englobar somente os grandes bancos dos países industrializados ele acabou sendo adotado pelo mundo todo como marco regulatório. No caso do Brasil, Basiléia I foi introduzido em 1994 utilizando a razão de capital/APR de 8% estando em acordo com

<sup>3</sup> Para maiores detalhes sobre o Acordo de Basiléia e suas origens, ver: (Barros, 2007, p. 279)

os padrões internacionais. Em 1997 essa razão foi elevada para 11% o que dificultou em muito a capacidade dos bancos de alavancarem suas operações de crédito.

Embora o acordo tenha representado um importante avanço no que se referem à regulação, algumas falhas ficaram óbvias após a sua confecção. Dentre as quais podemos destacar:

- O número de categorias de risco mostrou-se insuficiente para englobar de forma satisfatória os diversos ativos financeiros presentes em um sistema cada vez mais complexo e com distintas características de risco entre seus ativos.
- A correlação existente entre as diversas categorias de risco não foram consideradas no acordo, o que dificulta o uma visão mais correta de qual o risco a que uma instituição financeira esta realmente exposta levando-se em conta os diversos ativos que possui em sua carteira.
- O acordo permitia ou possibilitava a existência de ganhos de arbitragem seja entre instituições não reguladas e bancos, seja pelos incentivos dado pelo acordo para o desalinhamento da razão risco-retorno com o único intuito de cumprir formalmente o requerido pelo Banco central.

Contudo, a critica mais forte foi a de que o acordo poderia acabar por agravar crises uma vez que dificultaria ainda mais o crédito em momentos de recessão.

*“Entretanto, a crítica mais contundente a Basiléia I é a de que as regras criadas acabem por aprofundar a recessão em períodos de baixa atividade econômica, isso porque o uso de medidas centradas em taxas de adequação de capital faz com que na fase descendente do ciclo de negócios, exista uma tendência a cortar o crédito ao invés de se buscar uma melhor adequação do capital, por exemplo, dando incentivos para que os bancos busquem levantar recursos em mercado”. [Stiglitz (2002, p.116)]*

Outro problema é o fator de risco zero dado aos Títulos Públicos, isto porque, ao se conferir fator zero para esses títulos, incentiva-se uma concentração dos investimentos nesse ativo, sobretudo em países com altas taxas de juros, em detrimento do investimento nos setores produtivos da economia.

### **1.3.2 – Acordo de Basiléia II**

Com o intuito de aperfeiçoar o primeiro acordo e sanar suas falhas de modo a atender aos requerimentos de um sistema financeiro cada vez mais moderno e com riscos significativos não contemplados pelo acordo vigente, foi elaborado em 1996 o chamado “Acordo de Basiléia II”, como explicado por Lavínia de Barros:

*“De fato, quando o acordo foi lançado, os requerimentos de capital consideravam apenas o risco de crédito, excluindo riscos cada vez mais importantes para o sistema bancário, particularmente o risco de mercado (risco de oscilação de preço dos ativos, tais como títulos e ações) – o que foi corrigido pela Emenda de 1996.”(Barros, 2007,p282)*

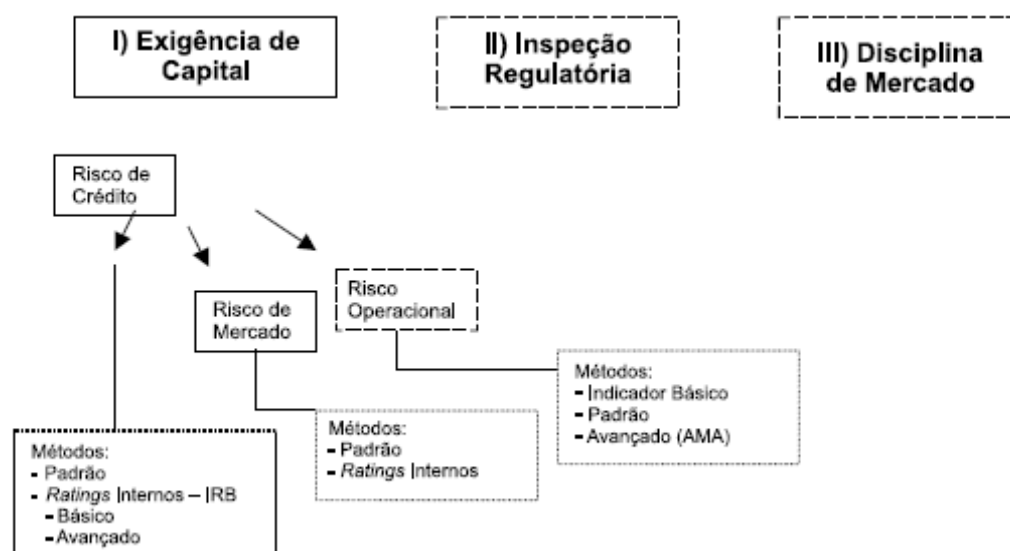
Uma vez que em Basiléia I era contemplado apenas o risco de crédito, não se levando em conta o risco de mercado, ou seja, a variação dos preços dos ativos dos bancos como títulos e ações. Desta forma, passaram a ser utilizados modelos estatísticos – sobretudo do tipo VAR (Value at Risk) – para calcular a perda máxima de um banco em um cenário para um dado intervalo de confiança.

Esse segundo acordo tem por objetivo ter uma maior sensibilidade dos riscos aos quais as instituições bancárias estão realmente expostas. Em Basiléia II adota-se de vez um regime de “Regulação Tutelar”, ou seja, são criados meios pelos quais se busca incentivar as firmas a criarem meios de controlar seus próprios riscos, que seriam validados e acompanhados pelas autoridades monetárias.

Desta forma, Basiléia II pode ser dividido em três pontos chave, a serem:

- Exigência de capital (dividida em três categorias de risco).
- Inspeção regulatória
- Disciplina de mercado.

Quadro 1 – Basiléia II (Pontos chave)



O principal foco desse segundo acordo é uma regulação tutelar onde cada instituição se utilize do modelo que melhor contemple seu tamanho e as peculiaridades dos diversos ativos presentes em sua carteira. Com isso, é esperado que de início a maioria dos bancos ainda optem por utilizar a abordagem padrão e partam então para o desenvolvimento de modelos próprios de mensuração dos riscos a que estão expostos, cabendo aos bancos centrais das nações soberanas o papel de tutor, indicando e validando esses modelos.

Desta forma, as principais inovações em Basiléia II foram<sup>4</sup>:

- Risco de crédito:

No que tange ao risco de crédito, passou-se a utilizar três métodos diferentes. No método padrão, o peso de cada ativo segue sendo determinado de forma exógena ainda que com maior sensibilidade ao risco de cada ativo em particular. Contudo, cria-se a possibilidade de que as categorias de risco não sejam mais criadas exclusivamente pelo comitê de Basiléia e adaptada pelos bancos centrais. A partir de então ficou permitida a utilização das classificações de risco feitas pelas chamadas agências de *ratings* - que ganham um importante papel nesse novo cenário. O método dos “Ratings internos” por sua vez divide-se em dois tipos: método básico e avançado sendo que no segundo há uma maior liberdade dos bancos no cálculo do capital regulatório.

<sup>4</sup> Como definido por Lavinia de Barros em: (Barros, 2007, p. 283)

#### -Risco de mercado:

O risco de mercado passa a ser auferido de duas formas, por meio do método padrão ou de “Ratings Internos”. No padrão o capital exigido é definido através de uma forma simples, porém rígida de cálculo. No método interno são utilizados modelos estatísticos, em geral do tipo VAR.

#### -Risco Operacional:

Esse risco trata de uma nova categoria que tem por objetivo reunir os riscos que são oriundos das possibilidades de perdas decorrentes de processos internos, pessoas, sistemas ou eventos externos. Esse risco pode ser administrado por meio de três vertentes: método indicador Básico, Padrão e Avançado. Sendo que há um incentivo para o desenvolvimento de métodos próprios na medida em que o custo ao se utilizar o modelo Básico é muito elevado, a partir do resultado bruto dos últimos três anos aplica-se um fator de 15%.

Contudo, o poder dado aos bancos para o desenvolvimento de sistemas próprios de mensuração e controle do risco que melhor se adéquem a sua realidade, não acarreta em um arrefecimento da regulação. Mais do que nunca, é relevante o papel das autoridades monetárias na execução do princípio da Inspeção Regulatória.

*“Os supervisores deverão avaliar a forma de cálculo do capital exigido praticada por cada banco e intervir quando julgar necessário” (Barros, 2007, p. 285)*

Com isso, pretende-se incentivar a formação de uma disciplina de mercado por parte dos bancos de forma a padronizar os processos contábeis e a forma como as informações são divulgadas.

As agências de risco ganharam importante papel, a partir de Basiléia II, na medida em que passaram a ser utilizadas como referência na medição do risco de crédito (e com isso da possibilidade de ocorrer uma crise sistêmica em uma economia). Assim, elas passam a influenciar, por meio de suas notas de *rating*, as decisões de investimento, dos agentes de mercado, em países e empresas. Ao longo desse trabalho será feita uma tentativa de responder quais são os critérios utilizados por essas agências na concessão do selo de grau de investimento a governos soberanos, e como a taxa de juros e o investimento em uma economia podem ser influenciados por esse evento.



## **CAPÍTULO 2 - O conceito das agências de risco e suas metodologias de *rating***

### **2.1 Por dentro das agências de risco**

As agências de risco classificam os países e empresas, emissores de títulos de dívida através de uma classificação denominada *rating*, que mede o risco que os mesmos apresentam de default, ou seja, de não serem capazes de honrar seus compromissos na data estipulada. Um *rating* é uma nota que as agências de classificação de risco de crédito atribuem a um emissor (país ou empresa) de acordo com a sua capacidade de pagar uma dívida. Em outras palavras, é uma estimativa da probabilidade de inadimplência futura. Serve para que investidores saibam o grau de risco dos títulos de dívida que estão adquirindo. As principais agências no mundo são a Standard & Poor's (S&P), a Fitch e a Moody's. Essas notas influenciam decisões de investimentos no mercado internacional. Quanto melhor o *rating* de um emissor, menor o seu custo ao tomar empréstimos no exterior. Porém, é importante ressaltar que *ratings* não são recomendações de compra e venda, nem uma garantia de que um default não irá ocorrer.

No tocante as agências de *rating*, podemos perceber que cada uma possui uma taxonomia própria em sua classificação, assim como se diferenciam também na opinião sobre a direção provável da classificação de risco.

A Moody's foi criada nos EUA, em 1900, como divulgadora de um manual de informações e estatísticas de ações e títulos de instituições financeiras<sup>1</sup>. A agência hoje está entre as mais respeitadas e amplamente utilizadas provedoras de *rating* de crédito, pesquisa e análise de risco do mundo, com abrangência de análise de mais de 100 países. As classificações realizadas pela Moody's originam relatórios com expectativas de *rating*. Este indicador atribuído nos relatórios das agências funciona como uma função da probabilidade de moratória e da expectativa da perda monetária como consequência da inadimplência. Quando surge uma possibilidade na mudança na classificação de um país, a Moody's anuncia como "lista de aviso" (*watchlist*) e fornece a possível direção da classificação nos próximos 90 dias: em revisão para elevação

---

<sup>1</sup> Ver [http://www.moody.com.br/brasil/pdf/Papel\\_Mercado\\_Capitais.pdf](http://www.moody.com.br/brasil/pdf/Papel_Mercado_Capitais.pdf), p.2 (acesso em 20/08/2009)

(*upgrade*), em revisão para rebaixamento (*downgrade*), ou uma posição de “indefinido” (*review with outlook uncertain*).

Outra agência de risco com grande influência é a Fitch Rating. Ela combina as forças de quatro agências com alta reputação: Fitch, IBCA, Duff & Phelps e BankWatch em uma operação de análise global. A agência tem presença de *rating* em mais de 90 países, com um staff analítico e profissional de dezenas de pessoas. Com relação à sua análise sabemos que esta avalia apenas a probabilidade de moratória até a sua ocorrência. Quando surge a possibilidade de classificação de um soberano, a Fitch Rating emite um “alerta de classificação” (*Rating Alert*), e a partir desse ponto, atribui um caráter negativo, positivo ou indefinido.

A última das três agências de risco com maior influência é a Standard & Poor’s (S&P). A S&P também foi criada nos EUA e é líder na provisão de inteligência de mercado como a principal fonte de *ratings* de crédito, índices, informações sobre investimentos, avaliação de risco e dados. De acordo com a agência, suas classificações refletem a probabilidade de moratória.

Na Standard & Poor’s a listagem chama-se de “aviso de crédito” (*Credit Watch*) e nele também pode ser atribuído um caráter negativo, positivo ou indefinido.

### **2.1.1 Rating de crédito soberano**

Os *ratings* de crédito soberano avaliam a capacidade e a disposição de um governo para honrar, pontual e integralmente, o serviço de sua dívida. É importante entender que os *ratings* soberanos não são *ratings* do país, um equívoco bastante comum. Os *ratings* soberanos abordam risco de crédito de governos nacionais, mas não os riscos específicos de inadimplência de empresas locais. Vale lembrar também que ao analisar a qualidade de crédito de um emissor ou emissão, as agências, via de regra, levam em consideração o risco-país. A moeda de pagamento da dívida é um fator-chave nessa análise.

As classificações soberanas têm como objetivo exclusivo fazer referências a uma estimativa do risco-soberano, entendidas como a disposição do soberano ao pagamento de dívidas, como pode ser visto na descrição realizada por Canuto e Santos:

*“(...) as classificações soberanas referem-se à capacidade e disposição do governo central honrar suas dívidas com credores privados. São, portanto, uma estimativa do risco-soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas.” (Canuto e Santos, 2003, p.9).*

### **2.1.2 As escalas de *rating* segundo as agências**

Para classificar *ratings* de emissores, as agências se baseiam em informações atuais fornecidas pelos próprios emissores ou obtidas pela agência de outras fontes consideradas confiáveis.

As classificações atribuídas pelas agências são variações da escala A, B, C, D. Segundo a Moody's a melhor classificação é a “Aaa” e a mais baixa é a “C”. A Fitch Rating e Standard & Poor's consideram que a melhor classificação é a “AAA” e mais baixa classificação é a “D”. Essas classificações nos permitem verificar quais os soberanos tem menor probabilidade de moratória, são eles os governos com classificação igual ou acima de “BBB-” ou “Baa3” chamados de “grau de investimento” (Investment Grade).

Nesta classe o risco de crédito é considerado baixo ou inexistente. Já os países considerados com uma maior probabilidade de não honrarem seus compromissos, ou seja, pela maior possibilidade de moratória, apresentam escalas de rating abaixo ou igual a “BB+” ou “Ba1” e são chamados de “grau especulativo” (speculative grade). Os Ratings de 'AA' a 'CCC' podem ser alterados pela adição de um sinal de mais ou menos para sinalizar posições relativas dentro das principais categorias de risco. Podemos demonstrar estas informações com base na tabela 2 que segue:

**Tabela 2 - Escala de Classificação de Risco**

S&P	Fitch	Moody's	Escala Numérica
<i>Grau de Investimento</i>			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
<i>Grau de Especulação</i>			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	--	20
C	C	--	21
SD <sup>1</sup>	DDD <sup>3</sup>	Ca <sup>4</sup>	22
D <sup>2</sup>	DD	C	23
--	D	--	24

Fonte: Moody's, Standard and Poor's e Fitch Rating

### 2.1.3 A classificação do Brasil em cada agência

“O Brasil está classificado no grupo de países de “grau de investimento” por duas das principais agências”. A Standard & Poor's concedeu o grau de investimento para o país em 30 de abril de 2008 e a Fitch Rating em 29 de maio de 2008.

**Tabela 3 – A Classificação do Brasil em cada Agência**

	<b>Em moeda estrangeira</b>
<b>Fitch Ratings</b>	<b>BBB-</b>
	<b>Grau de investimento</b>
<b>Standard and Poor's</b>	<b>BBB-</b>
	<b>Grau de investimento</b>
<b>Moody's</b>	<b>Ba1</b>
	<b>a um nível do grau de investimento</b>

Fonte: Agências

## 2.2 Metodologia para Governos Soberanos

Para a análise da metodologia utilizada na classificação de governos soberanos, tomaremos como base a metodologia utilizada pela Standard and Poor's, uma vez que foi a primeira agência a conceder o grau de investimento para o Brasil.

Na classificação de governos soberanos (de acordo com a metodologia de classificação de *rating* divulgada pela S&P) é utilizada uma metodologia que se baseia em experiências observadas de default ou quase default, com o intuito de identificar um conjunto de indicadores chaves (quantitativos ou qualitativos), que possam medir a capacidade e intenção de pagamento de um governo soberano. Essa metodologia permite que as agências avaliem e monitorem de maneira consistente, ao longo do tempo, a qualidade de crédito dos países analisados. A classificação baseia-se na compreensão das contas públicas externas e internas, pontos estruturais fortes e fracos de cada economia e restrições políticas e sociais que as autoridades nacionais enfrentam, sendo as mesmas sustentadas por análises rigorosas e intensas de dados que ficam à disposição dos investidores.

A Standard & Poor's, como divulgado pela agência \*, divide a estrutura analítica dos *ratings* soberanos em dez categorias (em algumas dessas categorias será exposto um gráfico com o nível do índice quantitativo mais importante para a avaliação da categoria em questão, esperado pela agência em cada escala de rating. Esses gráficos datam de 2004 e são os mais recentes divulgados pela S&P). Como parte do processo de comitês utilizado pela agência para atribuir *ratings* de crédito, cada governo soberano é classificado dentro de uma escala – cujas notas vão de um- a mais alta- até seis, essas notas são aplicadas a cada uma das dez categorias analíticas. Não existe uma fórmula exata para se combinar os escores ao se determinar os *ratings*. Essas variáveis analíticas são inter-relacionadas e seus pesos não são fixos para os diversos governos soberanos ou ao longo do tempo, o que confere um grau de subjetividade na classificação de *rating* de cada governo soberano. São analisados na maioria das categorias os chamados riscos econômicos e políticos, que são os principais determinantes do risco de crédito. O risco econômico se refere à capacidade do governo para honrar suas obrigações no prazo acordado, e é analisado em função tanto de fatores quantitativos quanto qualitativos. O risco político diz respeito à disposição do governo soberano para pagar suas dívidas.

---

\* Para mais detalhes visitar: <http://www.standardandpoors.com/ratings>

### **2.2.1 Risco Político**

Ao analisar as políticas econômicas de um país, são levados em conta a previsibilidade das mesmas, bem como a transparência das instituições políticas que a comandam e a velocidade com que as mesmas são capazes de agir para corrigir possíveis erros e ainda responder a conjunturas específicas. Examina-se também o grau de antagonismo entre as políticas adotadas e a frequência de mudanças de governo, além de preocupações que envolvem a segurança pública. São analisadas as relações com os países vizinhos, com o intuito de prever potenciais riscos à segurança nacional, que se torna uma preocupação quando ameaças militares passam a colocar um peso significativo sobre a política fiscal, reduzindo o fluxo de investimentos e colocando o balanço de pagamentos sob pressão.

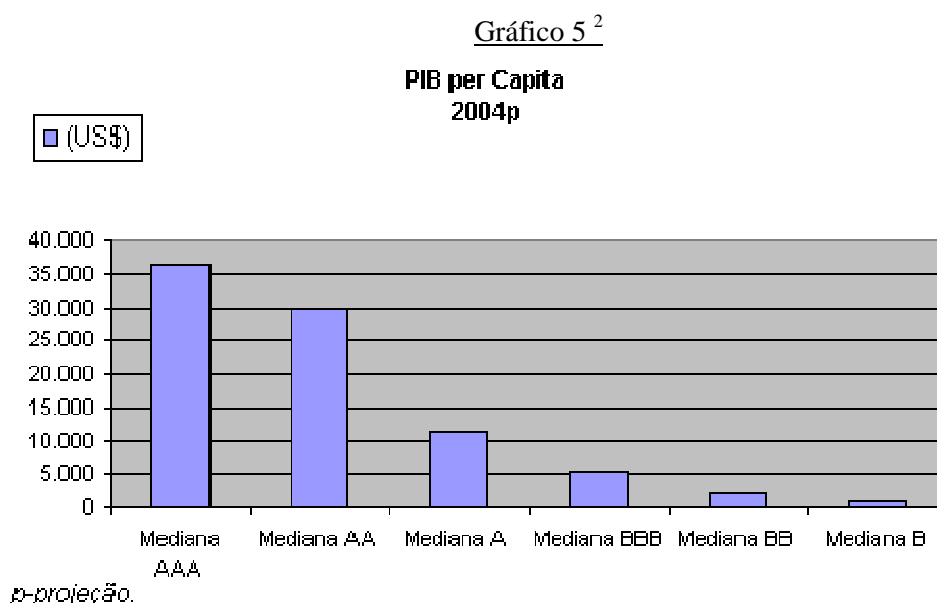
A nota “1” atribuída ao risco político de um país da maioria dos governos soberanos no topo da escala de *rating* reflete o amplo apoio popular recebido por esses governos, por adotarem estruturas políticas abertas, nas quais a participação popular é grande, o processo de sucessão é claro e a conduta do governo é transparente e sensível a mudanças de cenário (como é o caso da maioria dos países da União Européia), enquanto que na parte inferior da escala estão as instituições políticas com um curto histórico de existência e que sejam consideravelmente menos abertas e eficientes. Nestes casos, teme-se que os processos de tomada de decisões políticas sejam muito concentrados, marginalizando uma parcela significativa de suas populações. Outra preocupação é a possível existência de divisões internas por razões raciais ou econômicas, riscos geopolíticos e preocupações com a segurança pública. Choques políticos e externos apresentam maior probabilidade de prejudicar a política econômica de instituições que ocupam os rankings mais baixos da escala que naquelas cujos rankings possuem notas mais elevadas. Um exemplo utilizado pela Standard and Poor’s para ilustrar como esses choques políticos podem interferir na economia, é o caso da Indonésia. O curto histórico de seu regime democrático, o tenso relacionamento presente no governo devido às divergências em relação à sua política econômica e à reforma militar, e as divisões entre a população nativa e a de origem chinesa resultaram em uma nota de risco político baixa.

### **2.2.2 Renda e Estrutura Econômica**

Segundo a metodologia da S&P, uma economia de mercado, na medida em que possui processos decisórios mais descentralizados e direitos de propriedade garantidos

legalmente, apresenta menores probabilidades de adotarem políticas errôneas e não respeitarem os direitos de seus credores. Os rankings nessa categoria apresentam forte correlação com o PIB per capita, como pode ser observado no gráfico 5.(elaborado pela S&P como exemplo do PIB per capita que se espera encontrar em cada nota de *rating*, nele cada coluna representa a mediana de todos os países que receberam a nota de rating em questão da S&P, trata-se da divulgação mais recente da agência à respeito e data de 2004). A S&P faz um ajuste negativo aplicado às economias mais limitadas, aos sistemas financeiros menos desenvolvidos e que apresentam uma distribuição de renda ruim. As notas mais baixas refletem também setores privados muito alavancados ou pouco desenvolvidos, bem como limitações estruturais que afetem o crescimento e ainda setores públicos ineficientes e engessados.

No que se refere a países que estão passando por um processo de reforma substancial em sua economia, as agências consideram fundamental para o sucesso dessas reformas, o seqüenciamento das diversas medidas que devem ser tomadas. Embora existam variações bem sucedidas, o ponto de partida passa por uma redução dos desequilíbrios fiscais objetivando a estabilidade macroeconômica; seguido de medidas que viabilizem a flexibilização do mercado de trabalho, do fortalecimento do setor financeiro e da abertura do mercado e expansão de serviços para fora de suas fronteiras.



Fonte: Standard & Poor's

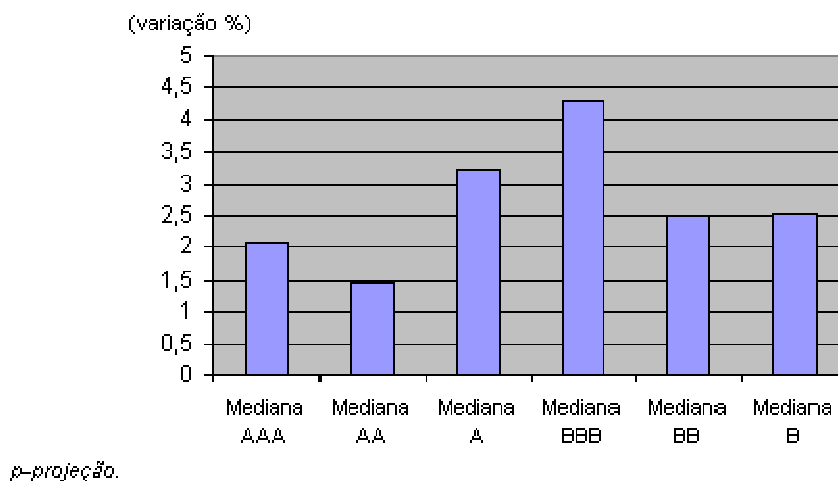
<sup>2</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) do PIB per Capita, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*.

### 2.2.3 Perspectivas de Crescimento Econômico

Para a S&P, um país que apresenta um crescimento econômico sustentado e uma distribuição de renda justa é mais capaz de suportar níveis mais elevados de endividamento público e enfrentar choques econômicos e políticos inesperados do que um governo que apresenta uma economia estagnada. Podemos observar no gráfico 6 que as perspectivas de crescimento são normalmente mais altas nas categorias de *ratings* “BBB” e “A”. Contudo, é importante observar que nos níveis mais elevados de *rating*, o alto grau de desenvolvimento econômico geralmente impede a tendência para altas taxas de crescimento. Por outro lado, nas categorias de *rating* consideradas especulativas (‘BB’ e ‘B’), o crescimento tende a ser mais irregular e sujeito a impedimentos estruturais. Ao analisar as perspectivas de crescimento econômico de um país, a Standard & Poor’s examina o histórico de tendências econômicas e faz projeções com base na avaliação dos fundamentos que afetam os investimentos e a competitividade.

Gráfico 6<sup>3</sup>

PIB Real per Capita  
2004p



Fonte: Standard & Poor’s

<sup>3</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) do PIB Real per Capita, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*



## 2.2.4 Flexibilidade Fiscal

Como forma de medir a flexibilidade fiscal, a agência analisa o desempenho da receita, das despesas e o resultado da balança do governo geral. O rumo da política fiscal de um governo, ou seja, os meios pelos quais ele financia seu déficit bem como o seu impacto inflacionário representam importantes indicadores da qualidade de crédito de um governo soberano. Assim, as notas nessa categoria resultam não somente dos déficits ou superávits, como também da flexibilidade das receitas e dos gastos. É analisada também a eficiência dos programas de dispêndio, se os mesmos se tratam de investimentos que gerarão crescimento e receita no futuro. De acordo com a metodologia divulgada pela agência, o chamado governo geral é considerado como sendo constituído pelos setores do governo nacional, estadual e municipal, no qual se inclui a previdência social e se exclui as transações intergovernamentais. As atividades não comerciais fora do orçamento e as atividades “quase-fiscais” são incluídas na medida do possível, anotando-se as omissões significativas.

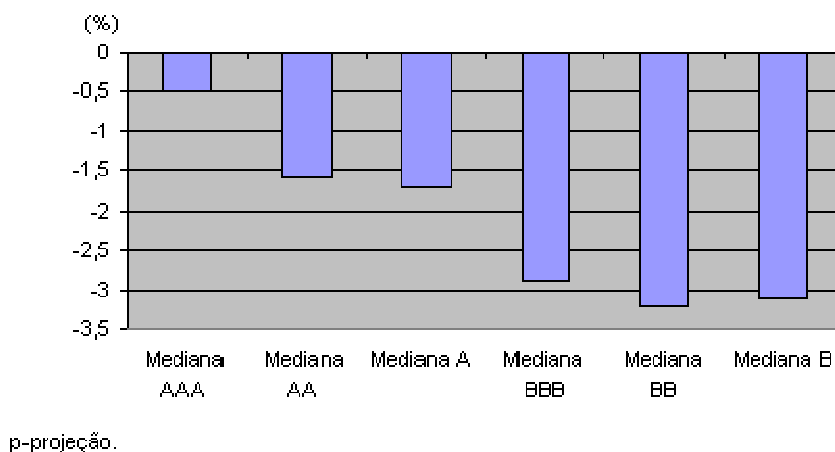
Considera-se que os sistemas tributários menos distorcidos e mais voltados para o crescimento e que contemplem questões relativas à igualdade social apresentam uma base de tributação mais ampla e alíquotas menores. As notas mais altas nessa categoria são concedidas aos governos que podem ajustar mais facilmente suas bases e alíquotas tributárias, sem enfrentar sérias dificuldades constitucionais, políticas ou administrativas. Esses países que estão no topo da escala de *rating*, possuem programas de dispêndio eficientes que proporcionam os serviços públicos requisitados pela população, bem como os níveis de infra-estrutura e educação necessários para o crescimento econômico sustentável; sem que para isso ultrapassem os limites de recursos tributários e de taxas de financiamento que sejam capazes de honrar.

De outra maneira, as notas mais baixas são atribuídas quando o governo não efetua seus gastos de maneira eficiente, seja em razão de uma elevada rigidez constitucional, de pressões políticas ou de corrupção, ou ainda quando a receita tem sua flexibilidade restrita por alíquotas já elevadas ou por dificuldades na arrecadação. Nesses países, o ambiente é menos favorável ao crescimento econômico sustentado e existe uma tendência de que tenham maiores dificuldades para honrar seu serviço da dívida. Podemos ver no gráfico 7, que os déficits tendem a ser maiores nas categorias de grau especulativo (*speculative grade*). Nas categorias de *rating* mais baixas (‘B’ e

inferiores) o déficit pode ser um pouco menor, com a nota de flexibilidade fiscal sendo mais afetada pelas atividades “quase-fiscais”, pela falta de transparência e pela limitada flexibilidade de receitas e gastos.

Gráfico 7<sup>4</sup>

**Saldo do Governo Geral/PIB  
2004p**



Fonte: Standard & Poor's

Outro fator importante segundo a S&P são as obrigações relativas a aposentadorias. As mesmas representam uma importante pressão fiscal nos países em que a população esteja envelhecendo rapidamente, como é o caso de alguns países membros da União Européia. A agência já alertou que os elevados *ratings* de crédito soberano de alguns dos países membros da UE, poderão ser pressionados para baixo no médio prazo; caso nenhuma medida estrutural seja tomada para corrigir o impacto fiscal dos problemas financeiros envolvendo uma parcela cada vez maior da população com direito a esses vencimentos.

## 2.2.5 Carga da Dívida do Governo Geral

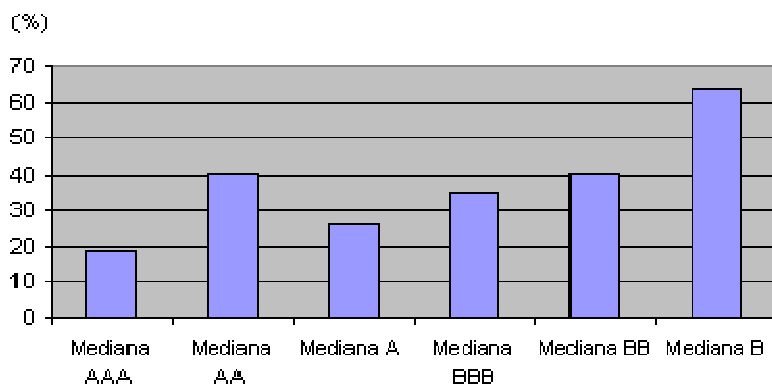
Para financiar seus gastos e investimentos, em geral os governos tomam empréstimos, aumentando o endividamento do governo geral. Analisar as finanças públicas de um país é uma tarefa complicada na medida em que os poderes referentes à tributação e a emissão de títulos pertencem aos governos soberanos que serão analisados. Com isso, os mesmos são capazes de administrar níveis de endividamento amplamente variáveis ao longo do tempo. Desta forma, ao analisar a dívida do governo geral são levados em conta não só o volume da carga da mesma, mas também diversos

<sup>4</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) do indicador Saldo do Governo Geral como proporção do PIB, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*

outros fatores, tais como: o histórico de pagamento do credor em questão, a força de seu mercado de capitais, além das riquezas e níveis de desenvolvimento e capacidade de gerar riqueza do país. Assim, países como o Canadá, mesmo que apresentem um substancial nível de endividamento, recebem notas melhores do que vários governos soberanos da América Latina que apresentam índices menores de endividamento em relação ao PIB. Isto porque, possui um histórico irrepreensível quanto ao cumprimento de suas obrigações de dívida e um mercado de capitais desenvolvido, capaz de lhe prover financiamento a baixo custo. Por outro lado, esses governos da América Latina mesmo com um menor endividamento em relação ao PIB, apresentam uma carga de serviço de dívidas maior e mais variável. Os governos do Japão, da Bélgica e da Itália, que apresentam *ratings* ‘AA’ e que estão entre os governos soberanos avaliados mais endividados, trazem a mediana ‘AA’ da dívida do governo geral para um nível superior ao que seria esperado, como se pode observar no gráfico 8. Contudo, esses países possuem diversas riquezas, e uma capacidade para gerar receita que permite aos seus governos, níveis elevados de endividamento, sem que os mesmos acarretem em risco de default.

Gráfico 8<sup>5</sup>

**Dívida Líquida do Governo Geral/PIB  
2004p**



*p-projeção*

Fonte: Standard & Poor's

<sup>5</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) do indicador Dívida Líquida do Governo Geral como proporção do PIB, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*

### **2.2.6 Passivos Contingenciais e no Exterior ('Off-shore')**

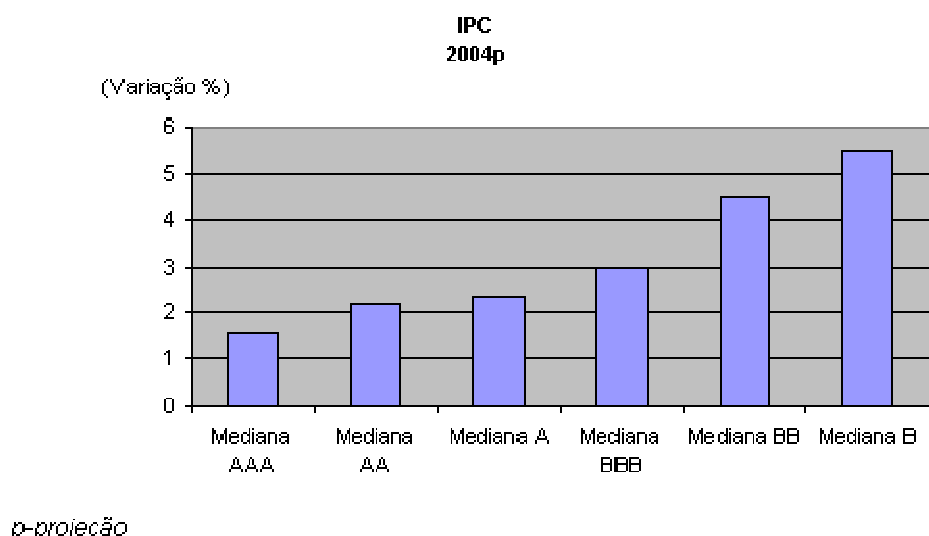
A categoria referente às obrigações contingenciais dizem respeito principalmente às empresas não financeiras do setor público (nonfinancial public sector enterprises - NFPEs). Segundo a agência, essas empresas representam um risco na medida em que seu funcionamento e objetivos estão atrelados a promoção de políticas públicas e com frequência apresentam baixa rentabilidade e base de capital, o que as torna vulneráveis a conjunturas adversas. Muitas vezes essas empresas acabam por consumir receitas para a realização de políticas públicas que não constam no processo orçamentário. No caso de essas atividades “quase-fiscais” consumirem um volume grande de capital, as estatísticas do governo geral podem perder a validade como um indicador confiável do desempenho e posição fiscal do governo, diminuindo o papel desses indicadores na economia. Essas atividades “quase-fiscais” acabam por gerar obrigações contingenciais implícitas. Assim, o passivo das NFPEs que não são rentáveis ou auto-suficientes é um bom indicador de medida das obrigações contingenciais, porém não é o único. As empresas rentáveis que fixam o preço de seus produtos com o intuito de promover objetivos orçamentários, prestam serviços não comerciais e podem vir a pagar preços superiores aos de mercado a seus fornecedores.

No que diz respeito ao setor financeiro, a S&P o considera como uma possível uma obrigação contingencial porque, de acordo com a agência, seus problemas podem prejudicar a qualidade do crédito de um governo soberano, se este precisar intervir para socorrer bancos falidos. Em meio a uma crise sistêmica iminente, o ímpeto para socorrer os bancos é forte, pois a solidez do sistema bancário é primordial para a estabilidade econômica, para a administração efetiva da demanda e ainda para o crescimento econômico sustentado. Desta forma, a Standard & Poor's examina regularmente o risco presente no setor financeiro global, e suas avaliações a respeito do risco sistêmico são uma informação crucial para essa categoria de análise de governos soberanos. Assim, os bancos do setor público possuem um peso importante na classificação de risco dessa categoria quando se engajam em atividades quase-fiscais, tais como empréstimos subsidiados, resgate a bancos privados ou ainda garantias da taxa de câmbio que não foram previstas no orçamento do governo.

## 2.2.7 Estabilidade Monetária

A estabilidade monetária de um país é um dos fatores mais importantes considerados pela agência como indicador da qualidade de crédito do governo soberano. Uma monetização em larga escala do déficit orçamentário via de regra alimenta a inflação, o que enfraquece o apoio popular ao governo, concentra renda e causa sérios danos à economia. Podemos observar através do gráfico 9 a presença de níveis mais altos de inflação nas categorias de *rating* mais baixo. Hoje, devido à dissipação da inflação em todo o mundo a discrepância entre os níveis de inflação entre as categorias é menor. Contribuiu para isso, o fato de os bancos centrais terem se tornado mais independentes, um aprimoramento das práticas políticas, além do aumento da competitividade e produtividade global como consequência da globalização. Contudo, aumento de preços, combinados a déficits e grandes cargas de endividamento podem sugerir um aumento da inflação no futuro se comparada aos níveis mais baixos registrados no passado.

Gráfico 9 <sup>6</sup>



Fonte: Standard & Poor's

<sup>6</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) do IPC, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*

Nesse contexto, um mercado de capitais amplo e profundo amplia a flexibilidade monetária e aumenta a eficácia dos instrumentos da política monetária, além funcionarem como um importante elemento disciplinador segundo a S&P. Na medida em que as obrigações em moeda local estão nas mãos de um bom número de investidores domésticos, ao invés de serem detidas por bancos locais, o governo soberano possui poucos incentivos para inadimplir em suas obrigações. Desta forma, países como o Chile que estabeleceram fundos de pensão privados compulsórios possuem um importante instrumento para impulsionar a qualidade de crédito do governo soberano, na medida em que criam uma nova e influente classe de portadores de títulos. Diversas experiências de países da Organização para o Desenvolvimento e Cooperação Econômica (OECD) sugerem que mesmo em um cenário de dívida pública elevada a qualidade de crédito tende a ser mantida por longos períodos; se os formuladores de políticas econômicas são sensíveis aos seus constituintes e possuem interesse legítimo em proteger o valor interno da moeda e dos contratos financeiros.

### **2.2.8 Liquidez Externa**

A Standard & Poor's analisa o balanço de pagamentos de um país verificando principalmente o impacto de sua política econômica sobre o setor externo, além de suas características estruturais. Os formuladores de política econômica dependem em grande parte, no curto prazo, da estrutura das contas corrente e de capital. Contudo, pressões sobre o balanço de pagamentos não surgem de forma espontânea ou atingem grandes magnitudes somente por razões estruturais. Essas pressões são, na maioria dos casos, oriundas de políticas econômicas errôneas. A análise de *rating* nessa categoria parte da premissa de que as políticas micro e macroeconômicas discutidas nas seções anteriores impactam o comportamento do Balanço de Pagamentos.

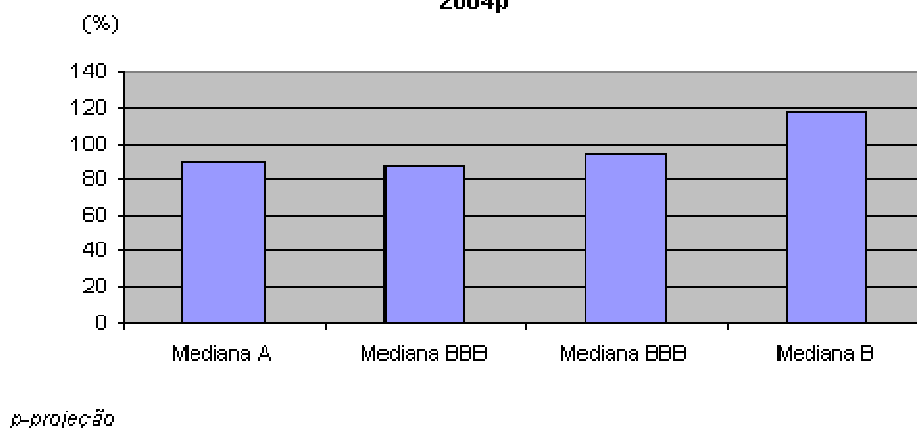
Desta forma, a dimensão do déficit em conta corrente de um governo soberano, que reflete o excesso dos investimentos em relação à poupança, não é por si só, um indicador importante de *rating*. Sabemos que alguns países apresentam superávits nas contas correntes enquanto outros déficits. Isto ocorre por diversas razões, que não são necessariamente negativas ou estão relacionadas a políticas governamentais. Como exemplo, podemos citar o caso de alguns países da União Européia, localizados na Europa Central e Oriental, que apresentam grandes déficits em conta corrente que

podem ser facilmente administrados já que não são produto de mau gerenciamento. De outro lado, a crise cambial tailandesa ocorrida em 1997 serve de importante exemplo de que elevados déficits em conta corrente podem ser também um prenúncio de graves fraquezas subjacentes. No caso da Tailândia, de um setor financeiro que teve a qualidade de ativos deteriorada de forma dramática após anos de rápido crescimento do crédito interno. Conclui-se assim, que déficits em conta corrente podem se tornar uma preocupação quando políticas do governo soberano geram uma estrutura de endividamento do setor público vulnerável a alterações repentinas na percepção dos investidores.

Nessa categoria, um dos indicadores quantitativos mais importantes consiste na necessidade bruta de financiamento externo (déficit em conta corrente mais o principal vencível da dívida de curto prazo de não residentes, incluindo depósitos, e o principal vencível nos médios e longos prazos dos setores públicos e privados), medidos em relação da porcentagem das reservas cambiais, como podemos ver no gráfico 10. Nos países considerados grau de investimento, esse índice é em geral inferior a 100% do investimento, ficando acima de 100% naqueles que estão na categoria de grau especulativo. São vistos como atenuantes do risco de um alto déficit de financiamento, os investimentos estrangeiros diretos e as expectativas de forte crescimento das exportações, que sejam resultado de políticas acertadas de investimentos que estejam contribuindo para o déficit em questão.

Gráfico 10<sup>7</sup>

**Necessidade de Financiamento Bruto/Reservas  
2004p**



Fonte: Standard & Poor's

<sup>7</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) da Necessidade de Financiamento do Setor Público em relação ao PIB, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*

As reservas cambiais de um governo soberano em geral funcionam como uma espécie de amortecedor financeiro para o mesmo em situações de pressão sobre o seu Balanço de Pagamentos (BP). Níveis de reservas adequados são analisados não somente pelas necessidades brutas de financiamento, como também através das políticas financeiras e cambiais do governo e, como consequência, relacionados à vulnerabilidade das reservas às flutuações no comércio e no fluxo de capitais. Além disso, são feitos ajustes em relação a governos soberanos que adotaram ou adotam, um sistema de “*currency board*” ou que tenham mantido um regime de câmbio fixo por um longo período, uma vez que uma parcela das reservas pode ser necessária para se sustentar a confiança do mercado, no atrelamento da taxa de câmbio.

Dentre os países com *ratings* elevados nessa categoria, os EUA se diferenciam por manterem reservas muito baixas. Isto é possível porque, de uma maneira geral, o dólar americano flutua em relação às demais moedas desde 1971. Além disso, o EUA também tem sua necessidade de manter reservas em ouro e em moedas estrangeiras reduzida pela posição única exercida pelo dólar como uma moeda-chave para financiar negócios e investimentos globais. Grande parte dos demais governos soberanos, com *ratings* elevados nessa categoria, também necessitam de reservas relativamente baixas na medida em que possuem moedas que são livremente cotadas e têm um baixo endividamento em moeda estrangeira. Por isso, as duas categorias com *rating* mais elevados foram excluídas da análise feita no gráfico<sup>10</sup>. Da mesma forma, os países integrantes da União Européia também não foram levados em consideração, pois apresentam, em geral, grandes déficits de financiamento, mas que são atenuados por um forte fluxo de investimentos estrangeiros diretos (IED) e pela reduzida probabilidade de que ocorra um choque no Balanço de Pagamentos desses países.

Já na ponta inferior das categorias de *ratings*, a liquidez internacional é mais crítica e, em geral, a dívida do governo soberano, é em moeda estrangeira ou ainda grande parcelas da dívida em moeda local estão nas mãos de investidores estrangeiros. Assim, choques políticos e econômicos podem tornar difícil o acesso aos mercados financeiros. A maioria dos governos soberanos da América Latina se enquadra nessa categoria e assim, mantém reservas acima da média.

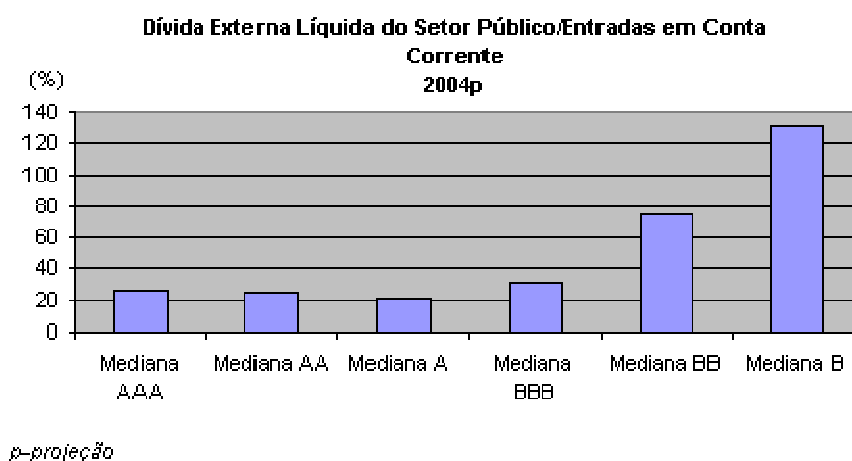


### **2.2.9 Carga do Endividamento Externo do Setor Público**

A S&P examina de forma conjunta, as contas externas de cada governo soberano (que consistem nos ativos e passivos dos residentes com relação ao resto do mundo), e a análise dos fluxos do Balanço de Pagamentos. O principal foco de interesse dessa análise são as tendências da posição da dívida externa do setor público, a magnitude dos passivos contingentes do governo e a adequação das reservas cambiais estrangeiras aos serviços da dívida em moeda estrangeira do setor público e do setor privado, sobretudo em momentos de crise. É calculada ainda a posição internacional de investimentos, sendo esta a medida mais ampla da posição financeira externa de um país já que agrega o valor dos passivos acionários e da dívida do setor privado ao endividamento externo do setor público em moeda local e estrangeira.

No endividamento externo do setor público estão inclusos o endividamento direto e garantido do governo central, as obrigações dos governos regionais e locais, além da dívida não garantida de outras entidades do setor público. A dívida externa líquida do setor público é igual a sua dívida externa total, menos seus ativos financeiros externos, incluindo as reservas oficiais. Para que se possa medir a magnitude da carga da dívida externa do setor público, são comparados aos recursos em conta corrente (recursos das exportações de produtos e serviços + renda de investimentos + transferências recebidas de não residentes), como podemos observar no gráfico 11. Ainda no gráfico 11, podemos observar que alguns governos soberanos classificados na categoria 'A' que apresentam um setor público em forte posição credora externa (Chile, República Tcheca, Hong Kong, Arábia Saudita) são responsáveis por manter a carga da dívida abaixo do que se espera nesta categoria de classificação. Contudo, esses países têm seus ratings restritos por outros fatores como concentração econômica e risco geopolítico.

Gráfico 11<sup>8</sup>



Fonte: Standard & Poor's

## 2.2.10 Carga do Endividamento Externo do Setor Privado

A metodologia da Standard & Poor's para a avaliação da carga da dívida externa do setor privado se da seguinte maneira: o endividamento externo líquido das instituições financeiras corresponde aos empréstimos feitos por essas instituições com não residentes -incluindo os depósitos de não residentes nos bancos residentes- menos os depósitos de instituições financeiras com não residentes e ainda seus empréstimos para os não residentes. No tocante a dívida externa líquida do setor privado não financeiro, ela corresponde aos empréstimos que são captados de não residentes, subtraindo seus ativos com não residentes.

A razão pela qual a dívida do setor privado é analisada está no fato de ela poder pressionar as reservas e, em certos casos, se transformar em uma obrigação do Estado.

É feita também uma análise da dívida externa em relação ao perfil de seus vencimentos, composição de moedas em que ela está denominada e ainda sua sensibilidade às flutuações da taxa de juros. Somados aos novos empréstimos, tais fatores tem forte influência sobre o volume de pagamentos de juros e amortizações no futuro. A agência compara o serviço da dívida (estão ai inclusos os pagamentos de juros e do principal das dívidas tanto de curto quanto de longo prazo) com os recebimentos

<sup>8</sup> O gráfico representa a mediana (de todos os países classificados pela S&P na escala em questão) da Dívida Externa Líquida do Setor Público em relação aos Recebíveis em Conta Corrente, em cada escala de rating e se trata do mais recente divulgado pela agência. A intenção é mostrar o nível esperado da variável em questão para cada nota de *rating*

em conta corrente projetados. Em certa medida, as dívidas bilaterais que são contratadas em condições privilegiadas podem vir a compensar uma carga de dívida externa elevada do setor público. Podemos tomar o exemplo do Senegal, que embora apresente um elevado endividamento externo do setor público (cerca de 155% das exportações em 2004), tem condições favoráveis devido a sua dívida reestruturada em moeda estrangeira, o que significa que o serviço da dívida - ao excluir-se o endividamento de curto prazo- é moderado, e corresponde a 11% dos recebimentos em conta corrente.

Ainda que a entrada de recursos privados nos mercados emergentes traga grandes benefícios, variações bruscas dos mesmos podem ocasionar efeitos negativos para suas economias. Assim, uma elevada proporção da dívida de curto prazo denominada em moeda estrangeira eleva a vulnerabilidade desses países frente a mudanças no humor dos investidores. Muitas vezes, essa vulnerabilidade pode ser atenuada por recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI) e/ou de outras fontes oficiais, no entanto essa disponibilidade de recursos oficiais é limitada se comparada aos fundos oriundos dos bancos e investidores estrangeiros. Por isso, o nível de reservas, bem como o fortalecimento dos fluxos de entrada de recursos em conta corrente, são especialmente examinados em situações de volatilidade financeira global. No entanto, financiamentos feitos por fontes domésticas somados a um setor financeiro sólido, capaz de impedir uma fuga de capitais, além de investimentos estrangeiros diretos produtivos são importantes fontes de proteção do desempenho macroeconômico. Geralmente, a liberalização da conta de capital é vista como um fator positivo em um contexto de políticas econômicas racionais, com um regime cambial apropriado e um sistema financeiro sólido.

## **CAPÍTULO 3 - Análise da Economia Brasileira**

### **3.1. Perspectivas de Crescimento Econômico**

O crescimento econômico apresenta-se hoje como uma questão central e recorrente no debate de política econômica no Brasil. É verdade que o Brasil cresceu nos últimos anos, contudo foi um crescimento bem abaixo do desejável e possível, sobretudo em meio a um cenário externo altamente positivo aonde o país cresceu consideravelmente menos que outros países em desenvolvimento como a Índia por exemplo.

Desta forma, faz-se necessária a pergunta: o que é necessário para que o país aspire taxas de crescimentos mais elevadas e necessárias ao desenvolvimento do país e de seu povo?

A despeito das divergências existentes entre as diversas correntes econômicas do crescimento, sobretudo no que se refere à causalidade entre poupança e investimento (motores do crescimento econômico) é consenso que o crescimento econômico está intrinsecamente ligado ao investimento. Assim, a despeito da causalidade presente na identidade entre investimento e poupança, é evidente a existência de um círculo virtuoso entre poupança, investimento e crescimento. De acordo com Edward Amadeo:

*“... o crescimento sustentado depende da taxa de crescimento do produto potencial, isto é, das taxas de investimento, poupança e da produtividade dos fatores de produção” (Amadeo, 2004, p. 284).*

Desta forma, é necessário ao país criar mecanismos que lhe propiciem crescimentos simultâneos de sua taxa de poupança e investimento, além do aumento de sua produtividade, já que o desenvolvimento da mesma é essencial para um crescimento contínuo de longo prazo.

Por isso, o Grau de Investimento - obtido pelo Brasil junto às principais agências independentes de risco em 2008- deve contribuir para um futuro mais promissor de crescimento econômico para o Brasil na medida em que com ele tende a ser mais fácil para o país obter um maior volume de investimentos estrangeiros diretos e indiretos e um maior volume de crédito a um custo de captação mais barato.

De acordo com o modelo de Keynes (apresentado brevemente na primeira seção deste trabalho) a decisão de investimento é autônoma e depende da taxa de retorno esperada pelo capitalista sobre o capital empregado. Assim, o investimento é restringido pela falta de financiamento a taxas que o capitalista considere propícias a investir. Na medida em que o novo status obtido pela economia brasileira coloca o país na rota de investimentos dos grandes fundos de pensão americanos e europeus que até então não podiam investir no Brasil devido à ausência do grau de investimento e que o mesmo gere uma confiança maior por parte do investidor estrangeiro de forma geral no país, espera-se um aumento do crédito para o país a um preço mais baixo, além do ingresso de investimentos estrangeiros diretos e indiretos em nossa economia levando o país a um horizonte mais promissor de crescimento.

Contudo, o trabalho conclui que são necessários ajustes em nossa política econômica para que o Brasil não perca essa oportunidade de promover o crescimento a taxas mais elevadas e constantes. Em um momento que a economia brasileira já alcançou e consolidou a sua estabilidade monetária, que as reservas internacionais atingiram níveis nunca antes vistos, e que se espera um aumento do fluxo do capital estrangeiro para o país, se faz necessária uma política monetária menos contracionista. As taxas de juros (excessivamente elevadas) precisam ser reduzidas de maneira a promover o investimento no setor produtivo nacional. Além disso, a redução das taxas de juros se faz necessária para que os títulos públicos não concorram com o setor produtivo pelo capital estrangeiro que promete ingressar no Brasil com a obtenção do Grau de Investimento, uma vez que pagam juros altíssimos a um risco considerado agora ainda menor devido à nova classificação do país.

### **3.1.1. Volume e composição da poupança e do investimento**

A poupança total da economia resulta da soma da poupança externa - contabilmente igual ao déficit em conta corrente - e da poupança doméstica. Esta última, por sua vez, é composta pela poupança pública - calculada pela diferença entre o investimento do governo e o déficit público - e pela poupança privada.

Assim, se o governo canaliza grande parcela da poupança pública para cobrir o déficit nominal inibe-se parte dos recursos que poderiam ser alocados de forma a financiar os investimentos.

O Brasil enfrentou, desde o final dos anos 70, uma queda expressiva dos seus níveis de investimento, fenômeno ao qual esteve associado um declínio de mesma magnitude da poupança agregada. A literatura tem sido pródiga em relacionar este fato com a crise fiscal do país, ressaltando o duplo papel do combate ao déficit público como elemento central de uma política de estabilização e como fator-chave para a recuperação da poupança e do investimento.

Além disso, os juros primários extremamente elevados, pagos pelo governo para garantir a rolagem da dívida pública, desloca parcela expressiva da poupança nacional para o financiamento dos gastos correntes do Estado em detrimento do crédito e de investimentos privados.

A taxa de poupança viabiliza o financiamento de um fluxo maior de investimentos e está inversamente relacionada com a propensão a consumir. O gráfico 12 nos releva uma ligeira queda da taxa de poupança nos últimos anos. Esse cenário pode ser justificado pelo fato de o Brasil possuir, potencialmente, uma elevada propensão média a consumir, devido à situação de pobreza de parte importante da população, fato que dificulta a criação do espaço para o aumento do investimento, através da redução da relação consumo privado/PIB.

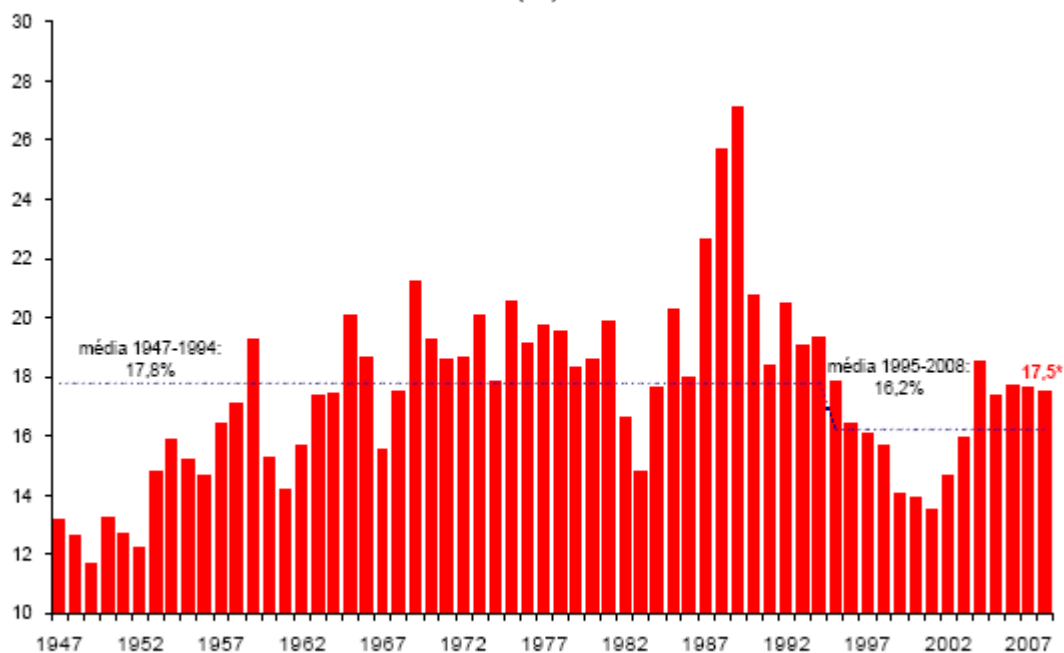
Tabela 4 – Taxa de Investimento no Brasil (1994 – 2008)

Período	Taxa e Invest. (% PIB)
1994	20,74808454
1995	18,32330105
1996	16,87057159
1997	17,37043491
1998	16,96907701
1999	15,65693963
2000	16,79983247
2001	17,03140071
2002	16,3864119
2003	15,27776144
2004	16,0966429
2005	15,93846796
2006	16,44610572
2007	17,50989975
2008	18,97221948

Fonte: IPEA DATA

Gráfico 12

**BRASIL:**  
***Poupança Nacional como proporção do PIB***  
(%)

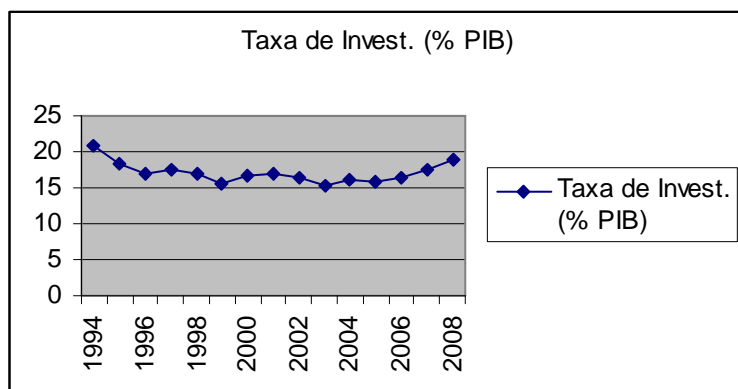


Fonte: IBGE

\*acumulado em 4 trimestres até o 1º de 2008.

A taxa de investimento que será adotada em nossa análise se refere à relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e o PIB a preços correntes. A FBCF refere-se aos acréscimos ao estoque de capital fixo realizados a cada ano, visando ao aumento da capacidade produtiva do país.

Gráfico 13



Fonte: IPEA data

A abordagem utilizada até agora pode ter dado a impressão equivocada de que um esforço maior de poupança por parte dos indivíduos traduz-se automaticamente em um fluxo maior de investimento, em termos macroeconômicos. Contudo, conforme lembra Keynes no segundo capítulo da *Teoria Geral* (1936), uma decisão de poupança não implica em aumento do investimento na medida em que essas decisões são tomadas por agentes diferentes.

Conseqüentemente, o desafio de aumentar a poupança privada no Brasil implica definir mecanismos que permitam atingir simultaneamente dois objetivos, de modo que um aumento da poupança seja alocado em instrumentos de longo prazo (chamados de “funding” por Keynes) que possam, através de instrumentos de financiamento, contribuir para a elevação do nível de investimentos na economia. Sem isso, as taxas de poupança e de investimento dificilmente poderão aumentar até os níveis necessários para o país poder aspirar a uma taxa de crescimento de 5% a 6% a.a. na próxima década. Um importante mecanismo é canalizar os recursos da poupança para o financiamento do investimento, dado que, sem essa alocação eficiente através do sistema financeiro, um menor consumo vai ter como efeito apenas a diminuição da demanda agregada e da renda.

### 3.1.2. O PIB Brasileiro

Na tabela 6 que segue abaixo, mostra-se a variação do PIB real brasileiro, na tentativa de ilustrar o crescimento econômico sustentado ao longo dos últimos anos:

Tabela 5 – Variação do PIB Brasileiro (2001-2008)

<b>Ano</b>	<b>Em milhões de reais correntes</b>	<b>Per capita, em reais correntes</b>	<b>Taxa de variação real no ano</b>
2001	1.198.736,19	6.896,35	1,30%
2002	1.346.027,55	7.630,93	2,70%
2003	1.556.182,11	8.694,47	1,10%
2004	1.766.621,03	9.728,84	5,70%
2005	1.937.598,29	10.519,88	3,20%
2006	2.300.133,20	12.688,04	4,00%
2007	2.558.000,00	13.515,00	5,70%
2008	2.889.719,00	15.240,00	5,10%

Fonte: Banco Central do Brasil



Gráfico 14



Elaboração: Banco Central (DEPEC)

Apoiando-se em todos os fatores anteriormente apresentados, concluímos que as perspectivas de crescimento da economia tendem a ser moderadas, já que dificilmente serão criadas condições, nos próximos anos, para que se possa aspirar um crescimento a taxas de 5% ou mais, sobretudo em um cenário de crise econômica internacional.

## **3.2. Finanças Públicas e Carga da Dívida**

### **3.2.1. Superávit Primário**

Após um longo período de deterioração de sua situação fiscal na década de 90, a economia brasileira passou a ter como diretriz- na década atual- uma política econômica voltada para a obtenção de elevados superávits primários que vem obtendo sucesso até então. Embora com uma taxa de juros ainda excessivamente alta, o país caminha, com uma gradual redução dos juros, para o equilíbrio fiscal.

A fim de entender como a economia brasileira chegou ao estágio atual, se faz importante a apresentação de um breve histórico das transformações pelas quais passou nas últimas duas décadas, dentre as quais se destacam:

- As privatizações estatais, que modificaram de forma significativa os resultados primários das mesmas.

- A venda de diversos bancos estaduais que acabou por eliminar um mecanismo de financiamento dos déficits públicos estaduais.
- O fim da alta inflação com a implementação do Plano Real em 1994, que propiciou uma maior transparência das contas públicas na medida em que propiciou um entendimento mais cristalino das variáveis nominais, praticamente impossível antes do plano.
- As reformas parciais feitas nos governos FHC e Lula.
- A renegociação das dívidas estaduais em 1997 / 1998, que foi indispensável para o processo de ajustamento fiscal pelos quais Estados e Municípios passaram em 1999.
- A adoção de metas rígidas de superávit primário para o setor público consolidado que foram cumpridas em sua totalidade desde 1999.
- As diversas medidas de aumento das receitas a fim de viabilizar o ajuste fiscal, feita diversas vezes nesse período, sobretudo através do aumento da carga tributária
- A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) no governo FHC que propiciou a criação de regras formais e claras, as quais são de suma importância na construção de uma política fiscal responsável.

Ainda que algumas dessas medidas tenham sido tomadas em períodos de desequilíbrios fiscais, o mesmo serve para reforçar a idéia de que medidas acertadas não são capazes de auferir por si só o objetivo desejado se não forem acompanhados de um compromisso por parte dos governantes no que diz respeito à implementação das mesmas de forma austera, primando pelo equilíbrio fiscal.

Com isso, ao analisarmos esse período no que diz respeito aos resultados fiscais, o mesmo pode ser dividido em quatro etapas: Collor/Itamar Franco (de 1990/1994); aos dois governos FHC 1995/1998 e 1999/2002 (distintos um do outro nesse aspecto), e ao governo Lula até o momento de análise.

O período Collor/Itamar Franco se caracterizou por uma melhora do resultado primário. Contudo, é importante ressaltar que em um período de alta inflação em que as

receitas eram razoavelmente indexadas a mesma, havia uma facilidade em ajustar o valor das despesas reais em função dos objetivos fiscais do governo.

Em contrapartida, ao se analisar o primeiro governo FHC, percebe-se que o mesmo foi marcado por um déficit no resultado primário de 0,2% em média entre 195/98

No segundo governo FHC foi marcado por um forte ajuste primário em 1999, que embora tenha sido importante como ajuste, não impediu o aumento do endividamento, assunto que será tratado mais adiante.

No que se refere ao Governo Lula, foi mantida a política de forte controle do superávit primário, o que vem contribuindo para o controle do endividamento brasileiro até então.

Tabela 6 – Resultado Primário do Setor Público Consolidado no Brasil (% PIB)

<b>Composição</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Governo Central	0,98	1,10	0,88	3,25	0,47	0,34	(0,31)	0,51	2,13	1,73
Estados/municípios	1,40	0,06	0,62	0,70	(0,16)	(0,50)	(0,67)	(0,17)	0,20	0,50
Estados	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	(0,38)	0,14	0,38
Municip.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	0,21	0,06	0,12
Empresas Estatais	0,33	0,41	0,76	1,19	(0,06)	0,07	0,06	(0,33)	0,60	0,99
Federais	nd.	nd.	nd.	1,63	0,38	0,26	0,25	(0,22)	0,61	0,86
Estad.	nd.	nd.	nd.	(0,44)	(0,42)	(0,18)	(0,17)	(0,07)	0,01	0,13
Municip.	nd.	nd.	nd.	0,00	(0,02)	(0,01)	(0,02)	(0,04)	(0,02)	0,00
<b>Total</b>	<b>2,71</b>	<b>1,57</b>	<b>2,26</b>	<b>5,21</b>	<b>0,25</b>	<b>(0,09)</b>	<b>(0,92)</b>	<b>0,01</b>	<b>2,93</b>	<b>3,22</b>

<b>Composição</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Governo Central	1,69	2,16	2,28	2,70	2,60	2,20	2,32	2,80
Estados/municípios	0,80	0,72	0,81	0,90	0,99	0,84	1,17	1,05
Estados	0,55	0,58	0,70	0,83	0,80	0,70	1,02	0,95
Municip.	0,25	0,14	0,11	0,07	0,19	0,14	0,15	0,10
Empresas Estatais	0,86	0,67	0,80	0,58	0,76	0,82	0,48	0,40
Federais	0,58	0,43	0,57	0,46	0,61	0,58	0,47	0,40
Estad.	0,27	0,24	0,22	0,12	0,14	0,24	0,01	0,00
Municip.	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>	<b>3,35</b>	<b>3,55</b>	<b>3,89</b>	<b>4,18</b>	<b>4,35</b>	<b>3,86</b>	<b>3,97</b>	<b>4,25</b>

Obs:n.d. Não disponível

Fonte: Banco Central

Elaboração: IPEA

A política fiscal de 2008 manteve o mesmo padrão observado nos últimos anos, ou seja, com vigência de um superávit primário expressivo em um contexto de elevação dos gastos públicos. Essa combinação foi possível em decorrência de uma carga tributária ascendente. O resultado fiscal, seja sob a perspectiva de acumulado no ano, seja sob o ponto de vista do fluxo de 12 meses, sugere que o setor público alcançará com folga a meta inicial de 3,80% do PIB prevista para 2008 na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

A melhora do superávit primário do setor público em 2008, quando comparado a 2007, em grande medida se deu pelo desempenho excepcional do Governo Central que teve suas receitas elevadas, segundo o banco central, nos primeiros cinco meses de 2008 em detrimento do recuo assinalado pelos estados e pelas empresas estatais. Essa elevação da arrecadação federal é consistente com a intensificação do ritmo de atividade econômica que gerou aumento de receitas para o governo. Houve um aumento em relação aos tributos arrecadados pela União em 2008, quando comparados a 2007 além de ganhos com a redução do déficit primário da previdência devido ao aumento da arrecadação em decorrência do aumento da massa salarial.

Tabela 7 – Resultado Primário do Setor Público (2006 e 2007)

**Resultado primário do setor público – 2006 e 2007 – acumulado até julho**

Composição	Valores (R\$ milhões)		% do PIB	
	2006	2007	2006	2007
Governo Central	42.132	49.068	3,24	3,44
Estados e municípios	13.235	21.797	1,02	1,53
Estados	11.161	19.277	0,86	1,35
Municípios	2.074	2.520	0,16	0,18
Empresas estatais	7.402	8.713	0,57	0,61
Federais	4.658	7.834	0,36	0,55
Estaduais	2.746	835	0,21	0,06
Municipais	(2)	44	0,00	0,00
Total primário	62.769	79.578	4,83	5,58
Juros nominais	95.096	92.941	7,32	6,52
NFSP	32.327	13.363	2,49	0,94

Fonte: Bacen.

Elaboração: IPEA

### 3.2.2. Carga da Dívida Pública

De maneira análoga ao que foi feito na seção anterior a respeito da evolução do superávit primário no Brasil, se faz necessário uma breve análise sobre o histórico da dívida pública brasileira (em especial nas duas últimas décadas) para entender como o país chegou ao estágio atual.

As contas públicas brasileiras passaram por grandes transformações ao longo das últimas décadas. No início da década de 1990 houve um esforço fiscal visando à geração de resultados primários que foi favorecido pela possibilidade – em um contexto de inflação extremamente elevada - de os governantes acomodarem as pressões por mais gastos na medida em que posteriormente as mesmas eram parcialmente corroídas pela inflação. Essa mesma política se exauriu com a criação do Plano Real e o controle da inflação pelo mesmo que reduziu altamente o processo inflacionário. Assim, ocorreu um fracasso no controle dos gastos gerando inclusive resultados negativos em alguns períodos.

Somente a partir de 1999 com as políticas de ajustes implementadas pelo governo FHC que o país voltou a ter um superávit robusto. Até então, o Brasil sempre enfrentou algum dos três seguintes elementos em momentos de crise: alta inflação, crise externa e descontrole fiscal. Com as medidas implementadas em 1999, o Brasil passou a ter condições de enfrentar cada um dos três problemas com uma política coordenada, como pode ser visto na descrição realizada por Giambiagi (2004)

*“Com as medidas de 1999, o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise de BP o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se “calibrar” o superávit primário “(pp.189).*

Para facilitar o entendimento da evolução da dívida pública na história recente do país, iremos analisar as estatísticas existentes separando-as por períodos de governo.

Tabela 8 – Resultado fiscal – médias por período (% PIB)

Período	Superávit primário				Juros nominais	Juros Reais	Atualização monetária	NFSP	
	GC	EM	EE	Total				Nominais	Operacionais
1985/89	(0,40)	0,10	1,00	0,70	n.c.	5,80	n.c.	n.c.	5,10
1990/94	1,60	0,60	0,60	2,80	n.c.	2,80	n.c.	n.c.	0,00
1995/98	0,30	(0,40)	(0,10)	(0,20)	6,00	4,60	1,40	6,20	4,80
1999/02	1,90	0,60	0,80	3,30	7,30	3,50	3,80	4,00	0,20
2003/06	2,50	0,90	0,70	4,10	7,30	5,40	1,90	3,20	1,30
2007/08	2,60	1,10	0,40	4,10	6,30	2,80	3,50	2,20	(1,30)

Obs:n.c.não considerado. GC:Governo Central; EM:Estados e municípios; EE: empresas estatais

Fonte:Banco Central

Elaboração:IPEA

Desta forma, podemos chegar as seguintes conclusões:

- O resultado primário passou por um período de muitas oscilações. De início foi modesto na segunda metade da década de 80, passando a moderado na primeira metade da década de 1990, chegou a ser negativo no primeiro governo FHC e desde então vem se mostrando alto.
- Os juros reais como proporção do PIB apresentam grandes oscilações ano a ano após 1994 em decorrência das oscilações da inflação no período, com pico de quase 7% do PIB em 1998 e mínimo de 1% em 2002. Contudo, se considerarmos a média do período ela fica ligeiramente inferior à ocorrida nos dez anos anteriores a estabilização.
- Seguindo o que ocorreu com o resultado primário e os juros reais, que oscilaram bastante no período, a Necessidade de Financiamento do setor público (NFSP) oscilou muito no período. É a NFSP a determinante da dinâmica da relação dívida/PIB juntamente com outras variações patrimoniais. Contudo, após os ajustes fiscais de 1999 ela foi de somente 0,4% do PIB nos últimos 10 anos.

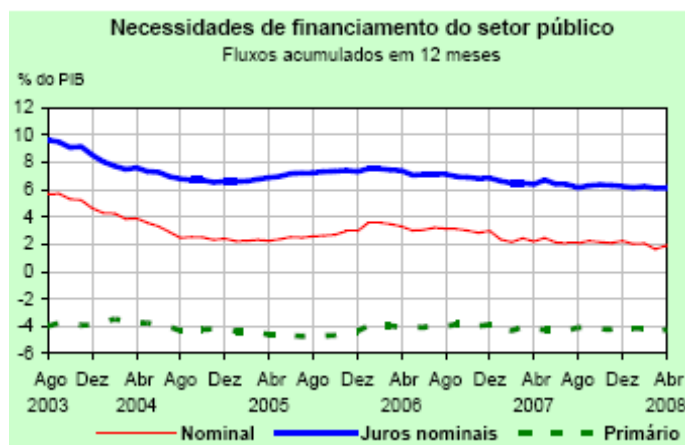
Sem dúvida, o custo da dívida pública foi parte fundamental na explicação da contas públicas nesse período. O Brasil esteve, depois de 1994, entre os países com as maiores taxas de juros do mundo. Contudo, ao se analisar esse sacrifício envolvido no pagamento de juros e na geração de superávits primários, e a considerável evolução pela qual a economia brasileira passou na última década, chega-se a conclusão de que esse

sacrifício é uma consequência natural para uma economia com dívida elevada que passa por um período de ajustes para reduzir a mesma.

A fim de analisar o quadro atual da economia brasileira no que tange a dívida em um momento em que o grau de investimento por fim foi dado ao país; iremos contrapor os resultados de 2007 com os dos quatro primeiros meses de 2008, antes da Standard & Poor's elevar o *rating* do Brasil a Grau de Investimento.

De acordo com o departamento econômico do Banco Central, a apropriação de juros nominais pelo setor público consolidado nos quatro primeiros meses de 2008, chegou a R\$54,9 bilhões (6,06% do PIB), 0,32% menos do que no mesmo período de 2007. Já a necessidade de financiamento do setor público (no conceito nominal) registrou um superávit de R\$6,9 bilhões de janeiro a abril, sendo este, de acordo com o Banco Central, o primeiro resultado positivo ao se comparar dois períodos correspondentes desde o início da série histórica, em 1991. Ainda segundo o Banco Central, foram registradas reduções no financiamento externo de R\$34,5 bilhões; de R\$25,6 bilhões na dívida bancária e de R\$21,8 bilhões nas demais fontes de financiamento interno.

Gráfico 15



Fonte: Banco Central (DEPEC)

Ainda segundo o departamento econômico do Banco Central, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) foi de R\$1.153,29 bilhões em abril (41% do PIB), sendo este o melhor resultado obtido pela economia brasileira desde dezembro de 1998, quando

ficou em aproximadamente 38,9% do PIB. O Banco Central destaca ainda, que a DLSP segue uma trajetória descendente desde setembro de 2002, quando ficou em 56% do PIB, nível mais elevado desde o início da série, em 1991. Houve um recuo de 1,72 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007, associado, de acordo com o Banco Central, à incorporação do superávit nominal acumulado no ano e ao crescimento do PIB, influenciando em sentido inverso, o ajuste decorrente da apreciação cambial de 4,8% acumulada no primeiro quadrimestre, contribuindo em 0,4 p.p. para o aumento da dívida.

Gráfico 16



Fonte: Banco Central (DEPEC)

### 3.2.3. A melhora no perfil da Dívida Brasileira

Uma vez que o tema central do trabalho é o Investment Grade auferido pelo Brasil, e que está no cerne dessa questão o perfil da dívida de um país, é importante analisar a melhora no perfil da dívida brasileira.

Sabemos que um dos principais determinantes para os investidores internacionais é o risco de que o título não seja pago pelo seu emissor na data de seu vencimento. O Brasil, por ser uma economia emergente, por ter passado nas últimas três décadas, um período muito longo de instabilidade, altas taxas de inflação e por ter declarado uma moratória na década de 80 sempre foi visto como um destino de alto risco pelo capital estrangeiro.



Contudo, na última década o país conseguiu, através de uma política monetária e fiscal responsável, mudar essa percepção na medida em que houve uma substancial melhora de diversos indicadores econômicos. Podemos notar a expressiva mudança no saldo das reservas internacionais brasileiras em decorrência de um movimento contínuo e constante de compra de moeda estrangeira pelo banco central. Tal melhora, foi motivado em boa parte por um período de aumento das exportações e valorização da moeda brasileira, o que possibilitou a autoridade monetária aumentar suas reservas a um câmbio consideravelmente baixo.

A trajetória da dívida externa pública brasileira foi marcada por sua diminuição e pelo aumento das reservas do país. Por meio de uma política de redução do passivo externo o Brasil liquidou em (2005) a dívida com o FMI, além de comprar de volta os títulos da dívida emitidos pelo governo em anos anteriores.

Outra mudança considerável e não menos importante é referente ao alongamento da dívida brasileira que ocorreu por meio do aumento da emissão de títulos de longo prazo pelo governo federal. Sem dúvida isso foi possível principalmente devido a uma considerável melhora dos indicadores brasileiros, o que trouxe ao país uma quantidade maior de investidores a fim de relações financeiras mais duradouras. Uma melhora do status no mercado financeiro internacional torna o Brasil um destino mais atraente para os investidores estrangeiros. Hoje o Brasil possui ativos em moeda estrangeira maiores do que a dívida externa brasileira, deixando o país em uma posição de credor externo.

Contudo, mesmo que a dívida pública brasileira tenha melhorado seu perfil nos últimos anos, ela ainda é muito alta como ressaltou a agência de risco Standard and Poor's quando da concessão por parte da mesma do Investment Grade para o país.

*“Sua política fiscal e seus indicadores são os principais pontos fracos da qualidade de crédito do Brasil. A dívida líquida do governo geral, de 46% do PIB (incluindo as operações de recompra do Banco Central, equivalentes a 7% do PIB) no final de 2007, é maior que a de governos soberanos com ratings semelhantes ao do Brasil e superior à mediana da categoria de rating ‘BBB’, que é de 20% do PIB.”*<sup>1</sup>

Assim, é indispensável que o país mantenha uma política fiscal consistente e siga cumprindo suas metas fiscais a fim de atenuar esta elevada carga de dívida

---

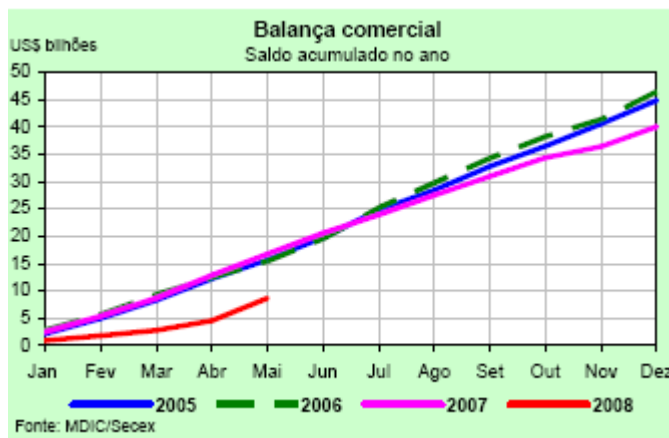
<sup>1</sup> Essa passagem é referente à declaração da S&P quando da concessão do Grau de Investimento para o Brasil, estando disponível no endereço eletrônico:  
<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.topic/ratings>

### 3.3 Cenário Externo

#### 3.3.1. Desempenho comercial recente

A balança comercial brasileira apresentou no primeiro quadrimestre de 2008 (quando o Brasil recebeu o Grau de Investimento da S&P e pouco antes da concessão do mesmo pela Fitch Ratings) um desempenho inferior ao de 2007 se comparados os mesmos períodos. De acordo com o Banco Central, o saldo comercial acumulado no ano teve um recuo de 48,3% se comparado ao mesmo período de 2007. A Balança Comercial mostrou um superávit de US\$4,1 bilhões em maio, apresentando recordes mensais para as exportações (US\$19,3 bilhões) e para as importações (US\$15,2 bilhões). As exportações e as importações acumularam respectivamente, US\$72,1 bilhões e US\$63,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, apresentando aumentos respectivos de 19,9% e 46,3% em relação ao período correspondente de 2007

Gráfico 17



Elaboração: Banco Central (DEPEC)

O recuo do superávit comercial em 2008 em comparação ao mesmo período de 2007 se deve a um maior dinamismo das importações frente às exportações, explicado em grande medida pela valorização da moeda nacional e pelo crescimento da economia brasileira.

### **3.3.2. Câmbio**

Após anos convivendo com uma elevada expansão do nível de preços que, desde os anos de 1980, já podia ser caracterizada como uma superinflação, o Brasil conseguiu através do Plano Real seu primeiro sucesso na contenção dos preços depois de uma série de planos de estabilização fracassados. Para isso, o governo promoveu a ancoragem dos preços domésticos nos preços internacionais, que levou a uma apreciação da taxa de câmbio. Num período em que a ênfase da política econômica era a manutenção do ambiente de estabilidade dos preços, foi mantido um regime cambial semifixo. Esse regime foi baseado na administração de estreitas bandas de flutuação com o intuito de permitir uma desvalorização cambial de forma estável sem que isso provocasse a redução do desequilíbrio do mercado em relação ao câmbio real de equilíbrio.

Com isso, em meio a um regime de câmbio administrado, a política monetária perdeu autonomia e ficou condicionada à manutenção da paridade de câmbio escolhida. É sabido, que a manutenção de uma política de valorização cambial requer, geralmente, contração monetária, que tende a ser agravada em momentos de choques de liquidez internacionais, deixando o país vulnerável a ataques especulativos contra sua moeda.

Por isso, o ataque especulativo que ocorreu contra o plano real em janeiro de 1999, obrigou o banco Central do Brasil a abandonar, definitivamente, o regime de bandas cambias. Encerrou-se desta forma um período iniciado em 1995, em que o Banco Central, através de um regime de bandas cambias, controlava a taxa de câmbio nominal do país. Neste período, os elementos chaves da política de combate a inflação, conhecidos como “âncoragem cambial”, promoviam o controle da taxa de câmbio e a elevação do grau de abertura externa da economia. Foi percebido pelo governo que a política de “âncoragem cambial” possuía suas limitações em momentos de instabilidade do sistema financeiro e, portanto controlar a inflação por intermédio da taxa de câmbio nominal, não era adequado.

Com isso, ocorreu uma mudança no regime cambial no segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. O sistema de bandas deu lugar a um regime de flutuação suja. Esse regime, implementado a partir de 1999 difere de uma flutuação pura na medida em que o governo interveio no mercado de câmbio utilizando-se para isso de vários instrumentos, entre os quais se destaca a continuidade em manter a dívida

indexada à taxa de câmbio, mediante a oferta primária de títulos públicos (NBC-E e NTN-D), além da oferta de swaps cambiais.(ver Oliveira, 2003, p.10)

Nos dois governos do presidente Lula, o regime cambial de flutuação suja foi mantido, sendo que o governo interveio mais ou menos no mercado de câmbio de acordo com o cenário externo apresentado sendo que o regime cambial permaneceu subordinado à política de metas de inflação.

Por fim, analisando os dados no período de um ano (calculado entre 11/03/07 e 10/03/2008 – pouco antes de o Brasil obter o Grau de investimento) observamos que o Real foi de longe a moeda que mais se valorizou frente ao Dólar.

Tabela 9 – Valorização das Moedas Frente ao Dólar  
(11/03/2007 – 10/03/2008)

País	Moeda	Dólar
Brasil	Real	-19,87%
China	Yuan	-8,19%
Grã-Bretanha	Libra	-4,25%
Argentina	Peso	1,61%
Europa	Euro	-14,38%
Japão	Yen	-12,42%
Índia	Rúpia	-8,64%
Rússia	Rublo	-8,97%
Austrália	Dólar Australiano	-15,90%
Canadá	Dólar Canadense	-15,96%

Fonte: Elaboração do autor (Dados: Bloomberg)

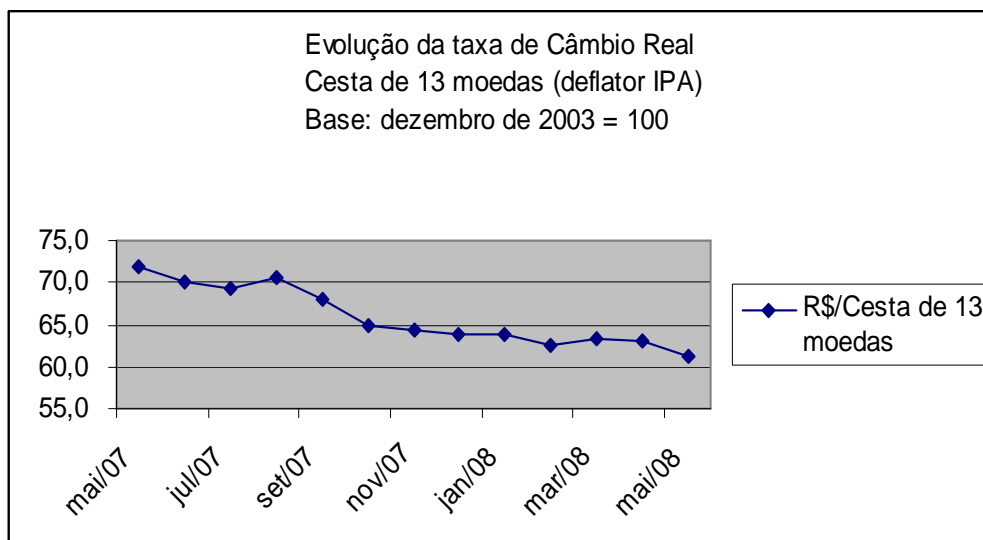
É importante observar que essa valorização ocorreu, sobretudo em função do aumento dos preços das commodities que exportamos (no referido período), principalmente metálicas e agrícolas, e das consequências do alto valor das nossas taxas de juros reais.

Ainda que no Brasil o regime cambial esteja submetido ao regime de metas de inflação, e consista em um regime de flutuação suja (o que é bem visto pelas agências de *rating*) é importante verificar que um câmbio sobrevalorizado prejudica o setor exportador de produtos manufaturados e industrializados.

Por fim, podemos observar no gráfico abaixo a evolução da taxa de câmbio Real no Brasil de maio de 2007 á maio de 2008 (quando o Brasil obteve o grau de

investimento pela segunda agência – Fitch ratings - após ter recebido da S&P em abril do mesmo ano) que mostra que o real sofreu forte apreciação no período.

Gráfico 18



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da FUNCEX  
Ref. Bloco de 13Países

### **3.3.3. Balanço de Pagamentos**

Antes de analisar a situação presente do balanço de pagamentos brasileiro, se faz importante uma breve descrição de sua composição, bem como da importância do mesmo para a saúde econômica de um país.

O balanço de Pagamentos pode ser representado de forma simples conforme segue: 1. Transações Correntes (+) 2.Conta de Movimento de Capitais (+) 3.Erros e Omissões (=) 4.Balanço de Pagamentos (1+2+3) (+ ou -) 5.Conta de Haveres

No grupo de contas de Transações Correntes (1) encontramos três subgrupos: a Balança Comercial (saldo entre exportações e importações de mercadorias), a Balança de Serviços e das Rendas Recebidas e Enviadas ao Exterior, além das Transferências Unilaterais Correntes (donativos). A conta de Movimento de Capitais representa a movimentação de recursos financeiros entre nações na forma de investimentos de estrangeiros no país ou de brasileiros em outras nações; os investimentos na bolsa de

valores e na instalação de empresas; os pagamentos e recebimentos relativos à dívida, além dos financiamentos externos.

A rubrica Erros e Omissões existe para solucionar problemas de contabilização durante a elaboração do cálculo do saldo do Balanço de Pagamentos. Trata-se de conta residual, utilizada de acordo com metodologia aceita internacionalmente.

O resultado do Balanço de Pagamentos representa a soma dos saldos dos três grupos de contas já citados (Transações Correntes + Movimento de Capitais + Erros e omissões)<sup>2</sup>. Na medida em que uma nação apresenta déficit no Balanço de Pagamentos, esse resultado deverá ser coberto com as reservas que o país tiver em estoque, ou mesmo por meio novos empréstimos. Nesse caso, sendo o Balanço de Pagamentos negativo, a Conta de Haveres deverá identificar a forma como será coberto esse déficit, que, poderá ocorrer por meio de diminuição das reservas, contratação de novos empréstimos (FMI) ou mesmo com o atraso nos pagamentos de terceiros. Ressalte-se que o déficit no Balanço de Pagamentos representa uma Conta de Haveres positiva. Por outro lado, havendo superávit no Balanço de Pagamentos, a Conta de Haveres será negativa, indicando que não há dependência externa e que as reservas do país estão aumentando. Ou seja, a Conta Haveres deverá ser igual ao saldo do Balanço de Pagamentos com sinal contrário.

---

<sup>2</sup> Ver: FEIJÓ, C.; RAMOS, R.; YOUNG, C.; Contabilidade Social. Rio de Janeiro: Campus, 2000. p.151

Desta forma, o resultado do Balanço de Pagamentos corresponde a um indicador importante da saúde financeira de um país e de sua independência econômica em relação ao resto do mundo. Com isso, ele é levado fortemente em conta pelas agências de risco na hora de avaliar a saúde financeira de um país e a sua capacidade de solvência. (como exposto na análise da metodologia de classificação de *rating* da S&P no capítulo dois desse trabalho)

Isto posto, se faz necessário uma breve análise da situação do balanço de pagamentos brasileiro quando da obtenção do *investment grade*. Para isso, iremos analisar o resultado do primeiro quadrimestre de 2008 (período imediatamente anterior a concessão do grau de investimento).

Como prevê a teoria econômica<sup>3</sup>, a valorização do câmbio impacta negativamente o saldo em conta corrente do BP. Os dados referentes ao primeiro quadrimestre de 2008 comprovam a afirmação anterior. De acordo com dados divulgados pelo Banco Central<sup>4</sup>, até abril o déficit externo ultrapassou 3% do PIB enquanto no mesmo período de 2007 ocorreu um superávit de 2,4%.

Isso se deve em grande medida (como podemos observar nos dados divulgados pelo Banco Central referentes ao primeiro quadrimestre de 2008) a um crescimento mais forte das importações frente as exportações no período. Ao compararmos os primeiros quadrimestres de 2007 e 2008, podemos observar que o saldo comercial caiu a menos da metade (embora as exportações tenham crescido mais de 13% ), já que as importações cresceram mais de 45,3%.

Segundo o departamento econômico do Banco Central (DEPEC)<sup>5</sup>, o principal “culpado” por esse resultado negativo das transações correntes foi a valorização do real na medida em que afetou negativamente a balança comercial brasileira. Além de afetar as exportações, o real valorizado incentiva as empresas e investidores estrangeiros a remeterem seus lucros e dividendos para fora do país. Ainda de acordo com o relatório de programação monetária do Banco Central, estrangeiros aproveitaram o patamar ainda

---

<sup>3</sup> Ver (Giambiagi, 2004, p.171)

<sup>4</sup> Ver notas para a imprensa em: <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPrensa>.

<sup>5</sup> ver relatório de programação monetária do Banco central em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/progmon>

apreciado do real para remeterem lucros e dividendos com o intuito de cobrir perdas obtidas em outros mercados .

Ainda assim, devido ao desempenho favorável da conta de capitais (como pode ser observado na tabela abaixo), o Balanço de Pagamentos brasileiro foi superavitário no primeiro quadrimestre de 2008, o que gerou de acordo com o Banco Central, um acúmulo de reservas superior a US\$ 12,5 bilhões.

**Tabela 10 - Balanço de Pagamentos Brasileiro 2007-2008 (primeiro quadrimestre)**

	2007			2008	
	Abr	Jan-Abr	Ano	Abr	Jan-Abr
Balança comercial (FOB)	4 178	12 898	40 028	1 744	4 579
Serviços e rendas	- 2 897	- 12 137	- 42 597	- 5 331	- 19 915
Transferências unilaterais correntes (líquido)	325	1 286	4 029	276	1 268
<b>Transações correntes</b>	<b>1 806</b>	<b>2 047</b>	<b>1 461</b>	<b>- 3 310</b>	<b>- 14 068</b>
Investimento direto (líquido)	4 274	12 776	27 518	2 228	6 536
Investimentos em carteira	5 349	14 797	48 390	4 690	10 342
Derivativos	- 40	- 151	- 710	- 38	- 233
Outros investimentos	- 43	6 653	13 201	1 735	12 415
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>9 635</b>	<b>34 375</b>	<b>89 155</b>	<b>8 679</b>	<b>29 290</b>
<b>Resultado global do balanço</b>	<b>11 961</b>	<b>35 330</b>	<b>87 484</b>	<b>4 373</b>	<b>12 590</b>
Transações correntes/PIB (%)	-	0,49	0,11	-	- 3,09
IED/PIB (%)	-	2,42	2,63	-	2,79

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa.

Elaboração: Banco Central

A própria obtenção do *investment grade* pelo país em maio comprova a evolução do país nesse aspecto e a boa avaliação das agências de risco quanto ao mesmo.

### 3.3.4. Reservas Internacionais

Os países em desenvolvimento dão especial atenção ao longo das duas últimas décadas ao nível de suas reservas internacionais como forma de diminuir sua vulnerabilidade externa<sup>6</sup>. No caso do Brasil não é diferente, e o país procurou aumentar seu nível de reservas no último ano por meio de compras sistemáticas de moeda estrangeira por parte do Banco Central<sup>7</sup>; que aproveitou o câmbio valorizado para

<sup>6</sup> Para maiores informações a respeito do tema, ver carta IEDI n. 213 disponível no endereço: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?tpl=printerview&sid=20&l=126&2=146&infolid=219>, acesso em 20/07/2008

<sup>7</sup> Ver Relatório de programação monetária do Banco central: <http://www.bcb.gov.br/ftp/progmon/pm-032008p.pdf>, acesso em 20/07/2008.



aumentar as reservas em moeda estrangeira, de forma a deixar o país cada vez menos vulnerável a choques externos e ataques especulativos contra o Real.

Desta forma, é importante destacar quais os principais papéis desempenhados pelas reservas internacionais brasileiras, que estão em níveis elevados nunca observados no país até então, a fim de entender a preocupação da autoridade monetária quanto à mesma. É pertinente lembrar que existe uma enorme discussão e gama de trabalhos científicos que buscam debater sobre qual seria o nível ótimo de reservas para o país, e o custo de oportunidade que reservas acima desse ponto ótimo acarretam para a economia brasileira. Contudo, o objetivo deste trabalho é traçar a evolução recente do nível de reservas brasileiras e os benefícios que a evolução do mesmo trouxe para o país no âmbito de credibilidade internacional e para a obtenção do há muito esperado *investment grade* para o país.

As reservas internacionais exercem a função de um mecanismo de ajuste em uma situação de déficit no Balanço de Pagamentos entre os países<sup>8</sup>. Assim, o aumento das reservas é utilizado para cobrir déficits nos pagamentos externos e pode ser definido como um custo de ajuste macroeconômico, seja por medidas que usem como instrumento a taxa de juros seja por controles cambiais; esses ajustes são adotados com o intuito de combater crises no balanço de pagamentos que venham a afetar negativamente o produto interno.

Como citado no parágrafo anterior, as reservas internacionais mantêm uma forte relação com o mercado de câmbio doméstico na medida em que o Banco Central utiliza-se das reservas para intervir no mercado a fim de compensar a volatilidade do mesmo e manter o real num patamar que vá ao encontro de sua política econômica. Da mesma forma, a taxa interna de juros mantém uma relação forte com os níveis de reserva na medida em que a mesma também é utilizada como um instrumento de intervenção e esta ligada ao estabelecimento de um nível adequado de reservas, na medida em que é estabelecida em certa medida pelo fluxo de recursos de investidores externos.

---

<sup>8</sup> Ver artigo de Maria Clara do Prado no jornal Valor Econômico no endereço que segue, acessado em 20/08/2009: [http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao\\_detalhe3.asp?ID\\_RESENHA=5](http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESENHA=5)

Assim, um nível elevado de reservas internacionais propicia ao Banco Central uma capacidade maior de utilização dos instrumentos macroeconômicos que possui para evitar que momentos de crise e instabilidade econômica mundial originem uma corrida contra nossa moeda. Desta maneira, um nível elevado de reservas pode tornar a taxa de câmbio mais forte frente a turbulências no cenário mundial, reduzindo assim não só os valores esperados de inflação bem como a variação das taxas de inflação e dos juros internos.

Por essa razão, um nível elevado de reservas internacionais é bem visto internacionalmente e aufere crédito internacional ao país, na medida em que o mesmo é visto como capaz de enfrentar possíveis cenários adversos de turbulência internacional sem que sua economia seja seriamente afetada ao ponto de que o mesmo incorra em um risco de default.

O país vive hoje uma situação confortável no que se refere a suas reservas internacionais, tendo alcançado em maio de 2008 – quando da obtenção do Investment Grade- um patamar de aproximadamente US\$ 198,9 bilhões de acordo com o Banco Central. Com isso o Brasil está municiado de reservas para enfrentar cenários de turbulência externa e inspirar confiança aos investidores estrangeiros.

### **3.3.5. Dívida Externa**

A dívida externa brasileira sempre foi matéria recorrente no debate político e econômico do país. Antes de se analisar o atual estágio da mesma e suas respectivas implicações é importante lembrar brevemente sua origem e evolução.

A origem da dívida externa brasileira remonta aos tempos coloniais, quando o Brasil contraiu junto à Inglaterra uma dívida de no valor de 3 milhões de libras esterlinas a fim de ressarcir Portugal por despesas referentes ao período colonial, que na prática significava um pagamento a Portugal pelo reconhecimento de nossa independência.

Em 1829 – dando origem a uma prática que seria muito utilizada ao longo da história do Brasil – foi contraído um novo empréstimo, realizado com o intuito de cobrir parcelas não quitadas na dívida anterior. Fechado o empréstimo, o Brasil recebeu apenas 52% do acordado. Os 48% restantes serviram para cobrir os juros da dívida anterior.<sup>9</sup>

Desde então, o país contraiu inúmeros empréstimos internacionais com destaque para o período da ditadura militar aonde o país aumentou sua dívida externa de forma expressiva para os mais diversos fins. O financiamento externo foi utilizado para diversas finalidades, desde a operacionalização de empréstimos via crédito direto para aquisição de geladeiras, secadores de cabelo, automóveis e outros bens até o financiamento de grandes obras urbanas como estradas, viadutos e redes de energia elétrica. Como consequência, ao final da ditadura militar, a dívida externa brasileira chegava a casa de 100 bilhões de dólares.

A situação brasileira em relação a dívida externa passou por grandes transformações nos últimos anos. Devido uma política econômica mais austera, implementada na economia brasileira tanto pelo governo FHC quanto pelo governo Lula, a dívida externa está controlada.<sup>10</sup>

Isto é resultado, de um contínuo aumento das reservas internacionais, por um lado, e amortização da dívida, por outro. As reservas internacionais brasileiras elevaram-se consideravelmente nos últimos anos, passando de US\$ 16 bilhões em 2002 para US\$180 bilhões ao final de 2007. Esse aumento foi possível graças ao incremento das exportações no período e à valorização da moeda brasileira ocorrida em consequência disso, o que permitiu ao Banco Central aumentar as suas reservas a um custo consideravelmente menor.

De acordo com o Banco Central, a dívida externa pública diminuiu, mas numa magnitude menor do que o aumento das reservas, sendo, no final de 2007, 40% menor do que esteve no seu maior patamar, em 2003. A diminuição da dívida externa pública ocorreu, segundo o Banco Central, devido a uma política de redução do passivo externo promovida pelo atual governo. Em 2005, o país liquidou sua dívida com o Fundo

---

<sup>9</sup> Ver: <http://www.historianet.com.br/conteudo/default.aspx?codigo=211> (acesso em 20/08/2009)

<sup>10</sup> Ver (Giambiagi, 2004, p.166-196)

Monetário Internacional (FMI), e também tem comprado de volta os títulos de dívida emitidos pelo governo. Como já citado anteriormente, uma outra melhoria na condição externa do Brasil foi a mudança do perfil da dívida. Antes, a dívida externa do país era composta principalmente por títulos de curto prazo, que aliviavam apenas temporariamente as contas do país. Nos últimos anos, ocorreu um “alongamento” da dívida externa composta principalmente por títulos de longo prazo, que podem ser negociados a condições mais favoráveis para o país.

Essas mudanças culminaram com o anúncio do Banco Central no dia 21 de fevereiro de 2008, que, pela primeira vez na história do país, os ativos externos são maiores do que sua dívida. Em outras palavras, o Brasil passou a ser um credor externo.

Como resultado, o país se torna mais atraente para o capital estrangeiro na medida em que um dos principais determinantes para os investidores internacionais é o risco de que um título não seja pago pelo seu emissor na data de vencimento. É esse mesmo risco que é de fundamental importância para as agências de risco na hora de medir os riscos de um país e lhe conceder ou não o *investment grade*.

Desta forma, o anúncio o anúncio do Banco Central feito em fevereiro de 2008 foi de fundamental importância para a obtenção do *investment grade* pelo Brasil em maio de 2008. De acordo com o Banco central, a redução da dívida externa total líquida (quando se deduzem da dívida externa bruta os ativos do país no exterior, constituídos fundamentalmente pelas reservas internacionais) ocorreu de forma expressiva nos últimos anos. Seu estoque passou de US\$165,2 bilhões, ao final de 2003, para US\$4,3 bilhões, estimativa para 2007 e no primeiro mês de 2008, se verificou que esse montante se tornou negativo em mais de US\$4 bilhões, significando que, em termos líquidos, o país passou a credor externo, fato inédito em nossa história econômica.

Com isso, o país melhorou sua classificação junto às agências de *rating* em um dos critérios de maior peso segundo a metodologia das mesmas, que consiste na capacidade de solvência de um governo soberano.

É importante destacar que o governo não é o detentor de todo o montante da dívida externa, pelo contrário, a maior parte da dívida (cerca de 60,1%) cabe ao setor

privado. Sendo assim, o fato de o país ter passado ao status de credor externo em fevereiro de 2008 não implica que a dívida será paga. Primeiro porque grande parte dessa dívida pertence ao setor privado e em segundo por que isso consumiria as reservas internacionais, tirando do país a situação confortável em que se encontra para enfrentar oscilações na economia internacional, sobretudo em períodos de crise.

### **3.4. Estabilidade Monetária**

Antes de analisar a política monetária atual e seus resultados, bem como a maneira pela qual a mesma é avaliada pelas agências de *rating*, é importante traçarmos um histórico da evolução recente da mesma a fim de entender as diversas mudanças nesse âmbito pelas quais o país passou desde o início do Plano Real até então.

Após uma série de planos de estabilização fracassados, o Plano Real obteve o primeiro sucesso na contenção da expansão do nível dos preços que, desde os anos de 1980, apresentava um cenário de superinflação. Para tal, introduziu um mecanismo de neutralização da inércia inflacionária com a implementação gradual da troca de moedas por meio da Unidade Real de Valor (assegurando aos agentes econômicos que não haveria quebra de contratos como havia ocorrido em planos anteriores) o que forneceu o mecanismo de transição para uma taxa de inflação de um dígito.

No primeiro mandato do governo Fernando Henrique, a ênfase da política econômica foi a consolidação do ambiente de consolidação dos preços<sup>11</sup>. Para isso, durante todo o período, foi mantido um regime cambial semifixo, baseado na administração de estreitas bandas de flutuação, tendo sido permitido uma desvalorização cambial a um ritmo relativamente estável, porém insuficiente para a redução do desequilíbrio do mercado em relação ao câmbio real de equilíbrio. Com isso, sobe esse regime de câmbio semifixo, a política monetária perdeu a autonomia na medida em que era condicionada a manutenção da taxa de câmbio escolhida. Desta forma, o câmbio valorizado exigiu uma contração monetária que acentuou-se nos momentos de choques externos que afetam a oferta internacional de divisas para o país.

---

<sup>11</sup> Ver (Giambiagi, 2004, p. 167)

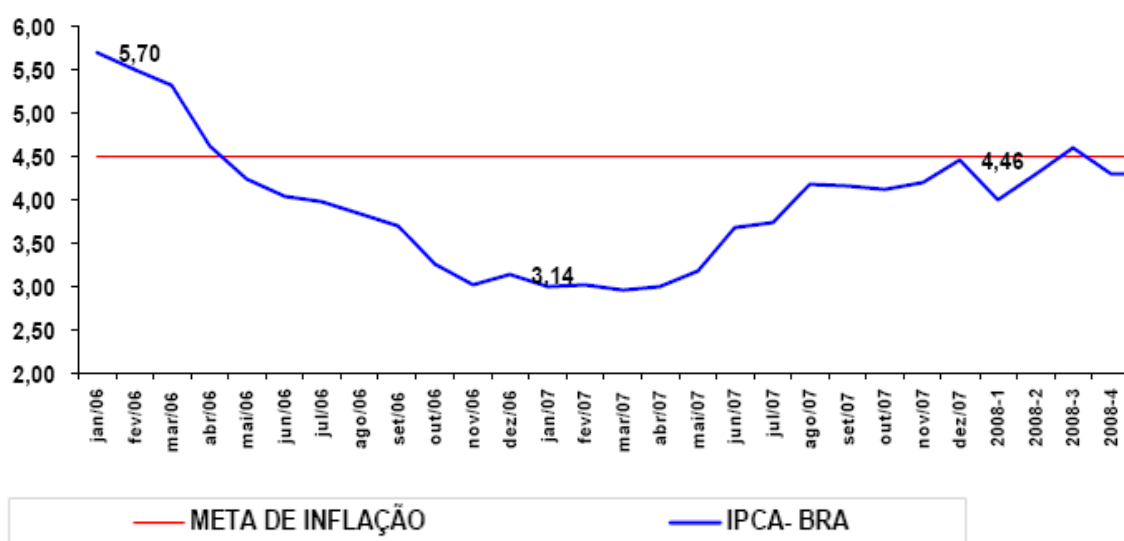
No segundo mandato do presidente Fernando Henrique ocorreu o relaxamento da âncora cambial e a adoção do sistema de metas de inflação medidos pelo IPCA (índice de preços ao consumidor amplo, medido mensalmente pelo IBGE) que vêm sendo utilizado até hoje. Estas metas, são definidas pelo Conselho Monetário Nacional e executadas pelo Banco Central.

O Regime de metas de inflação tem como finalidade conduzir a política monetária de forma a cumprir a meta de inflação determinada, garantindo assim a estabilidade dos indicadores da economia a partir de uma margem tolerável para a inflação. Com isso, o regime procura evitar maiores consequências, tais como, as flutuações do nível de atividade econômica no país, fornecendo previsibilidade para o sistema econômico, através do plano de metas estabelecidas pelo banco central, como descrito por Fabio Giambiagi:

*“Com a adoção do sistema de metas de inflação, o Conselho Monetário (CMN) ao definir um “alvo” para a variação do IPCA, passou a balizar as decisões de política monetária do Banco Central (BC) tomadas todos os meses pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Este toma decisões acerca da taxa Selic com base em um modelo no qual a hipótese adotada quanto à taxa de juros gera um certo resultado da inflação, nos termos desse modelo. Assim, teoricamente, se a variação dos preços resultante de incorporar às equações uma hipótese correspondente à taxa de juros Selic vigente na época se mostrasse inferior à meta, o BC estaria em condições de reduzir os juros, enquanto, se a inflação estimada fosse superior à meta, o BC deveria subir os juros. O sistema de metas trabalha com uma margem de tolerância acima ou abaixo da meta, para acomodar possíveis impactos de variáveis exógenas, procurando evitar grandes flutuações do nível de atividade.” GIAMBIAGI, F. et al., 2005, p.178).*

O sistema de metas de inflação no Brasil caracterizou um compromisso formal das autoridades com a estabilidade de preços, tendo como marca uma gestão profissional do Banco Central e um relacionamento mais transparente entre as instituições financeiras e o público. O compromisso do Banco Central com o cumprimento das metas e as periódicas atas do Banco central conseguiram o seu principal objetivo: manter as taxas de inflação relativamente baixa, embora em alguns anos superiores aos níveis desejados.

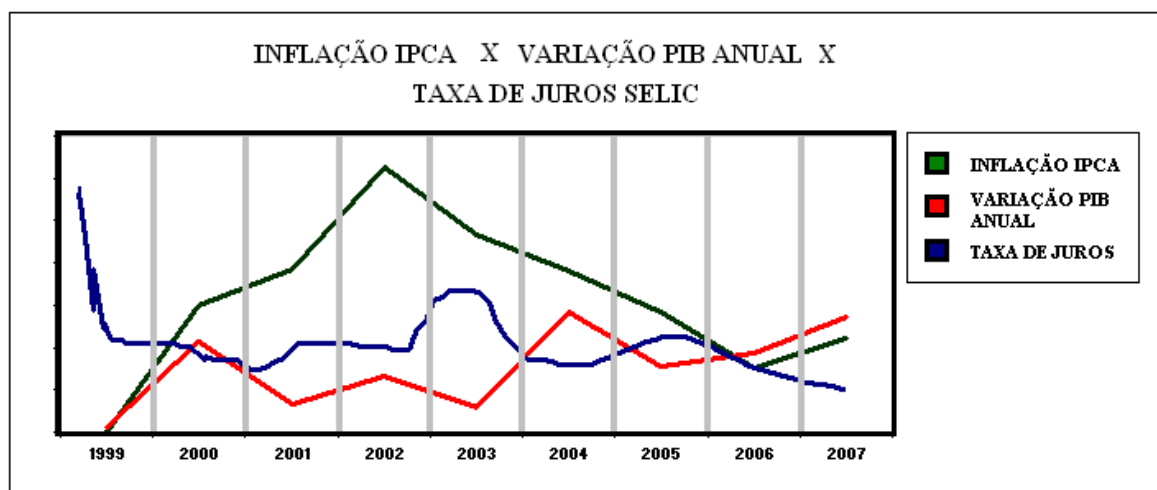
**Gráfico 19**  
**IPCA X META DE INFLAÇÃO (%)**



Fonte: Revista Suma Economica

No Gráfico abaixo podemos observar a correlação entre a taxa de juros, a inflação (medida pelo IPCA) e como o produto é afetado por essas variáveis entre 1999 (implementação do plano de metas de inflação) á 2007.

**Gráfico 20**



Fonte: Banco Central do Brasil

Conclui-se assim, que o país evoluiu muito no campo da política monetária desde a implementação do plano de metas de inflação, sobretudo no que diz respeito à

elevação do grau de transparência da política monetária, tornando mais clara a compreensão do mercado em relação à atuação do Banco Central.

### **3.5. Estabilidade Democrática**

No que se referem à estabilidade democrática no Brasil, os últimos anos sem dúvida mostram que o país tem uma democracia consolidada, com um processo sucessório claro e estável. A comunidade internacional e o mercado de forma geral enxergam o país de forma diferente do que ocorria no passado.

Hoje o mercado não vê na questão sucessória um risco para que avanços econômicos conquistados até então sejam interrompidos por um novo governo que mude unilateralmente a constituição e as regras do jogo no meio do caminho. Isto de fato pode ser percebido nas últimas eleições quando não tivemos grandes ataques especulativos e nem maiores impactos para a nossa economia, como ocorria no passado.

### **3.6. O Brasil merece o Grau de Investimento? (Pontos Fortes e Fracos)**

O PIB brasileiro cresceu bem menos que os de outras economias emergentes nos últimos 25 anos devido á décadas de inflação crônica, economia fechada ao comércio internacional e ao investimento, forte presença do setor público na economia, regulação excessiva e dúvidas em relação à sustentabilidade fiscal de longo prazo.

Porém, essa situação mudou consideravelmente. Desde o início dos anos 90, importantes reformas macroeconômicas foram implementadas, incluindo a abertura da economia ao comércio e ao investimento, a privatização de empresas públicas, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, as iniciativas para reformar o sistema previdenciário, a reestruturação do sistema bancário, o ajuste fiscal e a estabilização da inflação. Além disso, a agenda de reformas microeconômicas, que visa modernizar regras e reduzir distorções, também avançou muito em anos recentes. Conseqüentemente, todas essas ações já impactaram o crescimento recente do PIB.

A consolidação da atual política macroeconômica, baseada em três pilares principais (metas de inflação na condução da política monetária; política fiscal, com a



geração de superávits primários em nível adequado para a redução da relação dívida/PIB; e flexibilidade da taxa de câmbio como instrumento para a preservação do ajuste externo) continuará reduzindo os riscos macroeconômicos percebidos e contribuirá para a elevação das taxas de crescimento do PIB.

Em suma, os *ratings* do Brasil são sustentados por uma estrutura macroeconômica consistente (regimes fiscal, monetário e de taxas de câmbio), pelo amadurecimento das instituições fiscais e seu histórico e pela dívida do governo menos vulnerável a flutuações cambiais.

Como pontos negativos, podemos destacar a elevada carga de endividamento do governo geral vulnerável às oscilações das taxas de juros, as fraquezas econômicas estruturais que limitam o investimento e o crescimento. Além disso, são necessários ajustes nas contas do governo de forma a reduzir o seu déficit nominal e estabilizar a dívida pública para que possa reduzir, com a ajuda de um crescimento do PIB, a relação dívida pública/PIB.

Assim, os indicadores evidenciam a evolução favorável das sustentabilidades fiscal e externa no Brasil nos últimos anos. Se, do ponto de vista fiscal, a relação entre a dívida bruta e o PIB no Brasil supera a média dos países considerados como investment grade, a vulnerabilidade brasileira a choques cambiais, especialmente no que se refere ao setor público é, sob alguns aspectos, menor do que a de outros países que também possuem o investment grade.

Desta forma, ao avaliarmos o país relacionado às variáveis presentes na metodologia divulgada pelas agências, os pontos positivos superam os negativos e conclui-se que o país merece o selo de grau de investimento.

## **CAPÍTULO 4 - Conseqüências de ser uma Economia de Investimento**

Nas seções anteriores foram verificadas as variáveis mais relevantes nas análises de *rating* das agências de risco e como a economia brasileira se encontra em cada uma delas. Feito isso, iremos tentar identificar os prováveis efeitos que o Grau de Investimento provocará na economia brasileira. Assim, buscou-se identificar os efeitos econômicos de maior importância esperados com consequência da reclassificação do *rating* brasileiro pelas agências de risco e o novo status auferido pelo país junto aos investidores internacionais.

### **4.1 – Conseqüências esperadas.**

Em um primeiro momento, a obtenção do Grau de Investimento tem impacto sobre a variação das reservas internacionais e a taxa de câmbio da moeda local na medida em que esse evento tende a provocar uma rápida elevação da entrada de capitais externos na economia. Contudo, diversos efeitos são verificados sobre a corrente de comércio, a taxa básica de juros, além de outros que serão discutidos a seguir.

- **Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) e em Portfólio.**

Com o Grau de Investimento diminui a percepção de risco dos investidores estrangeiros em relação ao país e com isso espera-se um aumento considerável do montante de capital internacional que entra no país seja sobre a forma de investimento direto ou em portfólio. Isto ocorre, entre outros motivos, devido a grande parte dos fundos de pensão serem impedidos ou limitados por seus estatutos de investir seu capital em economias que não possuam o Grau de Investimento. Além disso, o selo de Economia de Investimento, aumenta a confiabilidade por parte dos investidores em relação ao cumprimento de contratos, garantia de propriedade e dinamismo da economia, tornando o país mais atrativo para o IED. Com isso, espera-se que uma vez na rota desses investidores, um país passe a receber um significativo aumento na entrada de recursos pelas duas formas já citadas.

Como consequência, ocorre na economia uma valorização dos ativos das empresas locais e uma maior abertura de capital das mesmas com o intuito de captar parte desse “novo dinheiro” disponível. Há assim uma injeção de liquidez no mercado.

De fato, a simples expectativa por parte do mercado de que determinada economia está apta a receber uma reclassificação de rating por parte das agências de risco, já alavanca a entrada de recursos estrangeiros no país em uma tentativa do mercado de antecipar o evento.

Um estudo realizado pela SOBBET (Sociedade Brasileira de estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica) constatou a evolução do IDE em cinco países que em momentos distintos foram reclassificados a Economias de Investimento pelas principais agências.

Como resultado (ver gráfico abaixo) verificou-se que a exceção da África do Sul ocorreu nesses países uma elevação do IED já dois anos antes de os mesmos receberem o selo de Grau de Investimento. De acordo com a SOBEET, o aumento médio foi de 200%. Da mesma maneira, verificou-se também, sem exceção, nos dois anos seguintes ao evento um contínuo aumento do IED. Esse aumento foi em média de 238%. Entretanto, faz-se a ressalva de que tais aumentos podem e devem estar ligados a outros motivos que não o Grau de Investimento, contudo o estudo nos permite deduzir que há uma forte tendência do aumento de IED nos mesmos tanto ex-ante quanto ex-post ao investment grade.

TABELA 11 – Investimento Estrangeiro - Países Selecionados – Médias Anuais (US\$ MI)

	ÁFRICA DO SUL	MÉXICO	BULGÁRIA	RÚSSIA	ROMÊNIA (1)	MÉDIA
Data de obtenção do grau de investimento	Fev 00	Mar 00	Jun 04	Out 03	Nov 04	-
( A ) - Quarto e terceiro anos antes do Grau de Investimento	2.313	11.008	907	3.012	1.097	-
( B ) - Biênio anterior ao do Grau de Investimento	1.027	13.060	1.501	3.105	1.844	-
<b>Variação % ( B / A )</b>	<b>-56%</b>	<b>19%</b>	<b>65%</b>	<b>3%</b>	<b>68%</b>	<b>20%</b>
( C ) - Biênio posterior ao do Grau de Investimento	4.003	23.415	4.712	14.105	6.482	-
<b>Variação % ( C / B )</b>	<b>290%</b>	<b>79%</b>	<b>214%</b>	<b>354%</b>	<b>252%</b>	<b>238%</b>

Nota (1): Foi considerado apenas o ano anterior e posterior ao do Grau de Investimento

Fonte: Bloomberg Elaboração: SOBEET

#### • Balanço de Pagamentos.

Na medida em que ocorre uma elevação da entrada de capitais no país, o Balanço de Pagamentos(BP) é impactado diretamente em sua conta financeira. Como o resultado do BP – soma do resultado da conta corrente e da conta de capital e financeira- é computado como aumento ou diminuição das reservas internacionais, um aumento da entrada de capitais tende a aumentar o nível das reservas em moeda estrangeira.

Desta forma, com o aumento das reservas o país reduz sua vulnerabilidade externa uma vez que tem nas reservas um importante instrumento para amenizar os impactos da volatilidade de sua taxa de câmbio, sobretudo em momentos de turbulência na economia mundial. Assim, a economia fica mais protegida no que se refere aos efeitos perversos da fuga de capitais a que ficam sujeitas as economias em desenvolvimento em momentos de crise mundial.

No Brasil, que utiliza um regime cambial flutuante, as reservas internacionais irão variar de acordo com as decisões do Banco Central de intervir ou não no mercado de câmbio.

Outra consequência importante para o BP é um provável aumento das importações. Uma vez que uma valorização cambial (que dificilmente deixará de ocorrer, sobretudo no Brasil que tem um regime de câmbio de flutuação suja) irá deixar os produtos estrangeiros mais baratos e acessíveis para as firmas nacionais e para a população como um todo.

Da mesma forma as exportações tendem a serem reduzidas já que devido à apreciação o produto nacional fica mais caro no mercado internacional. Por outro lado, o Grau de Investimento na medida em que gera um aumento da confiança do mercado internacional no país e por conseqüente em suas empresas, pode proporcionar um alongamento dos contratos de exportação. Com isso as empresas podem ajustar os seus custos de produção com a compra de insumos mais baratos (como bens de capital, por exemplo) - dada uma taxa de câmbio mais barata- e melhorar assim sua produtividade no longo prazo, fazendo assim um contraponto ao efeito negativo gerado pela apreciação cambial.

Desta forma, uma perda inicial na margem das empresas exportadoras seria compensada pelo aumento da produtividade das empresas no longo prazo e as firmas não deixariam de produzir diminuindo o impacto da apreciação cambial sobre o nível corrente de comércio.

- Taxa de juros e Crédito.

A obtenção do Grau de Investimento confere ao país um status de “bom pagador” perante a comunidade internacional. Assim, como funciona em qualquer mercado de crédito; desde os empréstimos bancários a pessoas físicas para construir uma casa por exemplo, passando por grandes empresas tomando recursos para se expandir e até governos soberanos que necessitam se financiar, na medida em que o tomador de recursos é percebido com um menor risco de default, tem um custo de captação menor e um prazo maior para pagar seus empréstimos. Desta maneira, em um primeiro momento o Grau de investimento confere ao governo uma oportunidade de crédito mais barato e de perfil mais longo que no médio prazo chegará as empresas.

Em um regime de câmbio flutuante, uma maior entrada de recursos aprecia a taxa de câmbio e com isso o preço dos itens importados, reduzindo assim a inflação e criando condições para uma redução na taxa básica de juros da economia. Soma-se a isso, o fato de que a melhora das condições de crédito a que o governo está submetido, lhe propicia a oportunidade de financiar suas dívidas a taxas de juros mais baixas criando condições para que o mesmo reduza a taxa básica.

Um estudo realizado em 2007 mostrou que países que recebem o selo de grau de Investimento tendem a ter sua taxa de juros reduzida. De acordo com BACHA, GONÇALVES E HOLLAND (2007), o investment grade pode reduzir consideravelmente a taxa de juros (em até 2 p.p no impacto e 4 p.p no longo prazo)

#### •Consequências do grau de Investimento para as empresas.

As empresas são fortemente influenciadas pelas leis, práticas e costumes do local em que estão inseridas. Desta forma, com o novo status auferido pelo país as empresas tendem a obter a mesma elevação de rating. De fato, mesmo antes de o Grau de Investimento ser concedido ao país, diversas empresas já possuíam esta classificação, como por exemplo a Vale do Rio Doce e a Petrobrás. Isto se deve não só pela solidez das mesmas como pelo processo de antecipação do mercado.

Outra consequência para as empresas está na oportunidade que as mesmas têm de se modernizar através de investimentos em alta tecnologia, uma vez que além de serem beneficiadas por uma apreciação cambial que torna bens de capital de alta tecnologia mais baratos, elas passam a dispor de mais crédito e a receber investimentos estrangeiros diretos e em portfólio.

## 5. Conclusão

Este trabalho se propôs a estudar o funcionamento das agências internacionais de *rating* em suas avaliações de risco, buscando compreender a metodologia utilizada pelas mesmas em suas avaliações. O objetivo foi analisar a reclassificação do *rating* brasileiro para a categoria de grau de investimento e verificar se a mesma corresponde de fato à realidade econômica do Brasil. Por fim, o trabalho buscou observar os efeitos que a melhora na percepção de risco poderia suscitar na economia.

No que diz respeito ao funcionamento das agências de risco, podemos definir as avaliações de *rating* soberano como sendo o resultado de uma série de informações coletadas e processadas pelas agências relacionadas às variáveis macroeconômicas e políticas que influem na capacidade do governo soberano de pagar os títulos de sua dívida. Assim, o selo de grau de investimento confere ao país a confiança do mercado, já que o país é visto como tendo uma probabilidade de moratória frente aos seus compromissos de dívida muito baixa ou próxima de zero. Observou-se ainda, que embora as agências apresentem uma metodologia de avaliação baseada na análise quantitativa de diversas variáveis macroeconômicas, existem componentes subjetivos nessa avaliação. Não existe, na metodologia da S&P, um peso específico para cada uma das dez categorias de análise. São utilizados pesos distintos na avaliação de cada governo soberano, o que confere subjetividade ao processo. Concluiu-se, que nas avaliações são levados em consideração o risco político, institucional, a estabilidade democrática e o histórico do país no cumprimento de suas obrigações. Além disso, faz parte da análise a perspectiva por parte das agências acerca do futuro do governo soberano avaliado e sua política econômica.

Quanto a reclassificação do Brasil a *investment grade*, chegou-se a conclusão de que ao avaliarmos o país de acordo com as variáveis presentes na metodologia divulgada pelas agências, os pontos positivos superam os negativos e o país merece o selo de grau de investimento. O país justifica o título em algumas das categorias de avaliação e claramente precisa evoluir em outras. Como variáveis positivas, o país apresenta uma renda per capita superior a de diversos outros países classificados como grau de investimento, possui um considerável nível de liberdade econômica, um elevado nível de reservas internacionais, uma inflação controlada e ainda uma sólida

estabilidade democrática. Contudo, são necessários ajustes nas contas do governo de forma a reduzir o seu déficit nominal e estabilizar a dívida pública para que possa reduzir, com a ajuda de um crescimento do PIB, a relação dívida pública/PIB. Além disso, o crescimento atingido nos últimos anos é modesto se comparado ao de outras economias em desenvolvimento no mesmo período, sobretudo se considerarmos o cenário externo positivo dos últimos anos.

É importante destacar que embora o Brasil precise claramente evoluir em algumas variáveis analisadas, essas deficiências que poderiam levar a um questionamento a respeito da nova classificação ocorrem em diversos outros países que já possuíam o grau de investimento. Salvo os países que apresentam as notas de *rating* máximas, todos apresentam pontos positivos e deficiências nas variáveis analisadas.

Por fim, o trabalho pretendeu observar a partir da teoria macroeconômica, os prováveis efeitos que a melhora na percepção de risco poderia suscitar na economia. Chegou-se a conclusão de que a concessão desse título a um país lhe permite emitir títulos com melhores condições de prazo e juros, uma vez que o país passa ser visto com uma menor percepção de risco pelos investidores. Assim, espera-se que o Brasil consiga alongar a sua dívida além de pagar uma remuneração menor em futuras emissões de títulos.

Além disso, é esperado um aumento do IED na economia, uma vez que o selo de Economia de Investimento confere ao país maior confiabilidade por parte dos investidores em relação ao cumprimento de contratos, garantia de propriedade e dinamismo da economia. Também é esperado, um grande aumento dos investimentos em portfólio (gerando uma apreciação dos ativos presentes na bolsa de valores), uma vez que o país entra na rota de investimento dos grandes fundos de pensão europeus e norte americano; que antes não podiam investir no país. Com esse aumento da entrada de capitais o país aumentaria ainda mais suas reservas, o que irá ocasionar uma apreciação cambial. Por último, as empresas devem melhorar suas condições de captação uma vez que, como exposto anteriormente, elas são influenciadas pelo ambiente em que estão inseridas e o *rating* soberano tem forte influência sobre o das empresas nacionais.



É importante ressaltar que a economia mundial passa por um momento de forte retração no crédito, o que pode dificultar a percepção desses efeitos no curto prazo. Contudo, a atual conjuntura econômica brasileira somada a esse importante reconhecimento do mercado internacional confere ao país condições e instrumentos muito melhores para enfrentar essa grave crise mundial do que possuía no passado. É importante que o governo perceba que o grau de investimento é apenas o início, que muito ainda precisa ser feito; e trabalhe para que o país possa usufruir dos benefícios que o investment grade poderá trazer.

## 6. Referências Bibliográficas

- BACHA, Edmar; GONÇALVES, Fernando M; HOLLAND, Márcio. *Is Brazil different? Risk, Dollarization and interest in Emerging Markets*. Rio de Janeiro, mai/2007. Disponível em : <<http://www.iepecdg.com>>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Balanço de Pagamentos Brasileiro 1999-2007*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. 2007.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Programação Monetária*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/progmon/pm-032008p.pdf>. Acesso em 07/2009.
- BATHIA, A. “Sovereign Credit Ratings Methodology”. Washington: FMI, Working Paper n°02/170, 2002.
- CANUTO, O. “Risco: ajuste de portfólio?” Conjuntura Econômica, FGV - RJ, jul. 2002.
- CANUTO, O.; SANTOS, P. “Risco-Soberano e Prêmios de Riscos em Economias Emergentes”. Ministério da Fazenda. Temas de Economia Internacional n.º1, 2003.
- CARVALHO, F. C. *Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da regulação de liquidez aos Acordos de Basiléia*. In: Sobreira, Rogério (org.) *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.
- CASTRO, L. B. . *Regulação Financeira - Discutindo os Acordos da Basiléia*. Revista do BNDES, v. 28, p. 277-304, 2007. ; Disponível: <<http://www.bndes.gov.br>>; ISSN/ISBN: 01045849.
- CASTRO, L. B. ; VILLELA, A. ; GIAMBIAGI, F. ; HERMANN, J. ; VIANNA, S. B. ; NETTO, D. ; FRANCO, G. ; AMADEO, E. ; STUDART, R. ; GUIMARAES, S. . *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- CUNHA, PAULO VIEIRA (2006). *O DESAFIO DO INVESTMENT GRADE: MÉXICO*. Banco Central do Brasil, Brasília .Disponível em : <<http://www.ambid.com.br/institucional>>
- FEIJÓ, C. ; RAMOS, R. ; YOUNG, C. ; LIMA, F. ; *Contabilidade Social*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- FITCH RATINGS. *Sovereign Distressed Debt Exchanges*. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p. (Criteria Report).
- FRIEDMAN, T.. “Don’t mess with Moodys”. New York Times, February, 1995.

GARCIA, G.; Filho, W. N. “*Fundamentos Econômicos afetam o Risco Brasil?*” Setembro de 2004. Artigo publicado no Valor Econômico, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>

GIAMBIAGI, F. et al. “*Economia Brasileira Contemporânea*” (1945-2004). Rio de Janeiro;. Elsevier, 2005

GIAMBIAGI, F. “*Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC*” (1995-2002). In: Giambiagi, F. & Villela, A. (orgs) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 2005.

GIAMBIAGI, F. “*Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2004)*. In: Giambiagi, F. & Villela, A. (orgs) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 2005.

História Net. *O histórico da Dívida Externa Brasileira*. Disponível em: <http://www.historianet.com.br/conteudo/default.aspx?codigo=211> (acesso em 20/08/2009)

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. 19.06.2009. <http://www.ibge.gov.br> .

IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.20/06/2009. <http://www.iedi.org.br>

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada . 20.08.2008. <http://www.ipea.gov.br> .

KEYNES, John Maynard. *The general theory of employment, interest, and money*. New York: Harcourt, Brace and Company, 1936.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. “*Introdução aos Ratings da Moody’s*.” Moody’s, Comentário Especial, 1999.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. “*Moody’s Statistical Handbook*”. Moody’s, 2003b.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. “*The Fundacion Ratings in capital Markets*”. Moody’s, Special Report, 1997.

N.GREGORY MANKIW. *Macroeconomia*.Rio de Janeiro: LTC, 1998

Oliveira, G. ; Turolla, F. *Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas*. São Paulo, Tempo, 2003.

POSSAS, Mario L. (2001). *Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica*. In: POMERANZ, Lenina; MIGLIOLI, Jorge; LIMA, Gilberto T. *Dinâmica Econômica do Capitalismo Contemporâneo: Homenagem a M. Kalecki*. São Paulo: Edusp.

Prado, M. *O uso das reservas internacionais*. Valor Econômico. Publicado em: 12/02/2009

Schineller, Lisa M., *O Rating Soberano do Brasil: Perspectivas para o Grau de Investimento*, Standard & Poor's.

SOBEET. Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da globalização econômica. 15/07/2009. <http://www.sobeet.org.br/boletim/boletim47.pdf>

STANDARD AND POOR'S. *Metodologia de Rating*. 2004; disponível em: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.topic/ratings>. Acesso em: 30/08/2008

STANDARD AND POOR'S. *"Sovereign Credit Ratings: A Primer"*. Standard and Poor's, Criteria, 1998.

## Anexo1: Tabela-Quadro do Perfil Metodológico dos *Ratings* Soberanos

<b>Perfil Metodológico dos <i>Ratings</i> Soberanos:</b>	
<b>Risco Político</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estabilidade e legitimidade das instituições políticas</li> <li>• Participação popular nos processos políticos</li> <li>• Probidade da sucessão das lideranças</li> <li>• Transparência nas decisões e objetivos da política econômica</li> <li>• Segurança pública</li> <li>• Risco geopolítico</li> </ul>
<b>Renda e Estrutura Econômica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prosperidade, diversidade e grau pelo qual uma economia é orientada para o mercado</li> <li>• Disparidades na distribuição da renda</li> <li>• Efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos; disponibilidade de crédito</li> <li>• Competitividade e rentabilidade do setor privado não financeiro</li> <li>• Eficiência do setor público</li> <li>• Protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado</li> <li>• Flexibilidade da mão-de-obra</li> </ul>
<b>Perspectivas de Crescimento Econômico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volume e composição da poupança e do investimento</li> <li>• Taxa e padrão do crescimento econômico</li> </ul>
<b>Flexibilidade Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Receita e despesa do governo geral e tendências de déficit/superávit</li> <li>• Flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia</li> <li>• Eficácia / pressões sobre os gastos</li> <li>• Pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios</li> <li>• Obrigações relativas a aposentadorias</li> </ul>
<b>Carga da Dívida do Governo Geral</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endividamento bruto e líquido (de ativos) do governo geral como porcentagem do PIB</li> <li>• Parcela da receita comprometida com juros</li> <li>• Composição de cestas de moedas e perfil de vencimentos</li> <li>• Profundidade e amplitude do mercado de capitais local</li> </ul>
<b>Passivos Contingenciais e no Exterior ('Off-shore')</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Porte e solidez das empresas não financeiras do setor público</li> <li>• Robustez do setor financeiro</li> </ul>
<b>Estabilidade Monetária</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comportamento dos preços nos ciclos econômicos</li> <li>• Expansão monetária e do crédito</li> <li>• Compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários</li> <li>• Fatores institucionais, como a independência do Banco Central</li> <li>• Abrangência e eficiência das ferramentas de política monetária</li> </ul>
<b>Liquidez Externa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impacto das políticas monetária e fiscal sobre as contas externas</li> <li>• Estrutura das contas correntes</li> <li>• Composição dos fluxos de capitais</li> <li>• Adequação das reservas</li> </ul>
<b>Carga do Endividamento Externo do Setor Público</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endividamento externo bruto e líquido do setor privado, incluindo depósitos e dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente</li> <li>• Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros</li> <li>• Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (<i>concessional funding</i>)</li> <li>• Carga do serviço da dívida</li> </ul>
<b>Carga do Endividamento Externo do Setor Privado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Endividamento externo bruto e líquido do setor privado, incluindo depósitos e dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente</li> <li>• Endividamento externo bruto e líquido do setor privado não financeiro, incluindo dívidas estruturadas, como porcentagem das receitas em conta corrente</li> <li>• Perfil de vencimentos, composição de cestas de moedas e sensibilidade a flutuações na taxa de juros</li> <li>• Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (<i>concessional funding</i>)</li> <li>• Carga do serviço da dívida</li> </ul>

Fonte: Standard & Poor's

